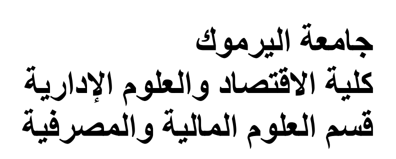



جامعة اليرموك
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم العلوم المالية والمصرفية

اختبار نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية

Testing the Partial Adjustment Model of Dividend Policy in Jordanian Banks

إعداد

هبه قسيم محمد الصغير

2012720001

إشراف

د. زياد محمد زريقات   **د. محمد عبد الرحمن الغرايبة**

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

يناير – 2015

اختبار نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية

Testing the Partial Adjustment Model of Dividend Policy in Jordanian Banks

إعداد الطالبة

هبه قسيم محمد الصغير

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص العلوم المالية والمصرفية في جامعة اليرموك

إربد–الأردن

وافق عليها

د. زياد زريقات ....مشرفاً رئيساً

د. محمد الغرايبة ....مشرفاً مشاركاً

أ.د أحمد العمري ....عضواً

د. ديما درادكة ....عضواً

2015 -2014

الإهداء

إلى من تجرع الكأس فارغاً ليسقيني، إلى من كلّت أنامله ليقدم لـــي لحظـــة سعادة، إلى من حصد الأشواك ليمهد طريق العلم أمامي، إلى من مدّ جسده جســـراً لأعبر إلى المستقبل المشرق، إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله، إلى من كلّلـــه الله بالهيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل اسمه بكـــل افتخار

إليك يا والدي العزيز...."رعاك الله"

إلى حكمتي .....وعلمي، إلى أدبـــي ....وحلمـــي، إلـــى طريقـــي .... المستقيم، إلى ينبوع الصبر والتفاؤل والأمل، إلى بسمة الحياة وسر الوجود، إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب

إليك يا أمي الغالية....."حماك الله"

إلى من آثروني على أنفسهم، إلى من علموني المحبة، إلى من أظهروا لي أجمل ما في الحياة

أخواتي....." حفظكم الله"

إلى صديقاتي و زملائي و زميلاتي، و إلى كل من يعرفني ويحبني.....

أهدي إليكم جميعاً هذا العمل البسيط

هبه قسيم الصغير

الشكر والتقدير

الحمدُ لله حمداً كثيراً طيباً مباركاً على ما أتمّ عليّ من دوام نعمه وكرمه ورحمته، والشكر العظيم لله تعالى أولاً وأخيراً على ما أنعم عليّ من توفيقه لإتمام هذا العمل المتواضع.

وأتقدم بخالص الشكر والتقدير وعظيم العرفان للذين لا تفيهما الكلمات حقهما، وتعجز الكلمات عن التعبير أمام صنعهما، لأستاذيّ الكريمَيْن الدكتور "زياد زريقات" الذي مدني من منابع علمه بالكثير، والذي ما توانى يوماً عن مد يد المساعدة لي، وإلى الدكتور "محمد غرايبة" لتكرمه بقبول الإشراف على هذه الرسالة، فلهما مني كل الاحترام والتقدير وجزاهما الله كل خير.

كما أتقدم بخالص الشكر والامتنان للأستاذين الفاضلين الأستاذ الدكتور "أحمد العمري" والدكتورة "ديما درادكة" أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهما بقبول مناقشة الرسالة، والحكم عليها في سبيل تطوير هذا العمل المتواضع.

ويطيب لي أن أسجل عميق شكري وتقديري إلى جميع أساتذتي في جامعتي الغالية جامعة اليرموك، وإلى كل من وقف بجانبي وساندني وقدّم لي يد المساعدة.

إليكم مني جميعاً كل الشكر والتقدير

هبه قسيم الصغير

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

الملخص

الصغير، هبه قسيم. اختبار نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية، رسالة ماجستير بجامعة اليرموك، 2015.

إشراف: د. زياد زريقات

د. محمد غرايبة

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، من الفترة 2006 إلى 2013. وقد استخدمت هذه الدراسة كل من الربحية، والسيولة النقدية، والرافعة المالية، وحجم البنك، وفرصة النمو كمحددات رئيسية لسياسة توزيع الأرباح المثلى أو المستهدفة التي يسعى البنك للمحافظة عليها لتعظيم قيمه السوقية، واستخدمت نموذج التعديل الجزئي لاحتساب مستوى الانحرافات عن ذلك المستوى، وتقدير معامل التعديل لاستقصاء ما إذا كانت البنوك الأردنية تتّبع سياسة توزيع أرباح مستقرة، إلى جانب قياس سرعة التعديل في حال وجود أي انحراف عن المستوى الأمثل أو المستهدف.

ولتحقيق هذه الأهداف فقد استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data Analysis لـ14 بنكاً تجارياً لتقدير معادلة الانحدار باستخدام أسلوب الأثر الثابت أو أسلوب الأثر العشوائي.

وتوصلت الدراسة إلى أن البنوك الأردنية تحتفظ بمتوسط 10.4% من أرباحها لأغراض استثمارية وتمويلية. كما توصّلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي ذا دلالة إحصائية بين كل من نسبة التداول والرفعة المالية وبين الأرباح المقترح توزيعها، وأثر

إيجابي وذا دلالة إحصائية بين كل من الربحية وفرصة النمو وحجم البنك وبين الأرباح المقترح توزيعها.

وتوصلت نتائج تقدير نموذج التعديل الجزئي إلى أن البنوك الأردنية لديها مستوى أمثل لتوزيع الأرباح، وتحاول المحافظة عليه عند حصول أي انحراف عن ذلك المستوى الــذي يمكن عنده تعظيم قيمة البنك في السوق، ويدل ارتفاع قيمة معامل التصحيح على أنّ البنوك الأردنية تعمل بسرعة في تعديل أي انحراف عن المستوى المستهدف، ويعزى ذلــك إلـــى ارتفاع ربحية وسيولة البنوك التجارية . كما استخدمت الدراسة نموذج المتغيّــر الــوهمي التفاعلي (Interaction Dummy Model) لاستقصاء أثر الحجم، وتوصلت إلى أن نســبة التوزيع في البنوك الكبيرة هي أقل من البنوك الصغيرة. حيث كانت إشارة معامل المتغيــر التفاعلي الوهمي السالب قد بلغ (0.132−) وعليه فإن البنوك الصغيرة أسرع تعــديل لأي انحراف عن المستوى الأمثل من البنوك الكبيرة.

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، التعديل الجزئي، البنوك الأردنية، بورصة عمان للأوراق المالية.

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

2.1 مشكلة الدراسة

3.1 أهمية الدراسة

4.1 هدف الدراسة

5.1 فرضيات الدراسة

6.1 هيكل الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

تناولت العديد من الدراسات النظرية والعملية سياسة توزيع الأرباح، لاستقصاء الأسباب الكامنة وراء قرارات الشركة لتوزيع الأرباح على المساهمين أو عدم توزيعها. ويعود الأساس النظري لسياسة توزيع الأرباح إلى كل من Modigliani & Miller (1961) واللذان استبعدا أية علاقة بين قرارات توزيع الأرباح وقيمة الشركة، بمعنى أنّ قرارات الشركة لتوزيع الأرباح لا تؤثر في قيمة الشركة السوقية، وأنّ ربحية الفرص الاستثمارية هي العامل الوحيد الذي يؤثر في قيمة الشركة في السوق وليس قرارات الشركة الاستثمارية أو التمويلية أو سياسة توزيع الأرباح.

و قد استند كل من (Miller & Modigiliani, 1961) فيما توصلا إليه إلى مجموعة من الافتراضات أهمها مثالية سوق رأس المال، وغياب المعوقات التي تحد من قدرة الشركة للوصول إلى التمويل الخارجي للأرباح، كعدم تماثل المعلومات، وتكاليف الوكالة، وتكاليف الإفلاس للدين، وتكاليف المعاملات، وعدم وجود أي مظلة ضريبية، وهذه الافتراضات لم تكن صحيحة على أرض الواقع، وهو ما دفع بالكثير إلى دراسة أثر وجود أي من تلك المعوقات على قرارات توزيع الأرباح، وقرارات الشركة الأخرى كقرارات التمويل والاستثمار وأثرها على قيمة الشركة في السوق.

ويعد Modigiliani & Miller (1963) أول من قاما بنقض فرضيات مثالية السوق، وتوصلا إلى وجود مظلة ضريبية للدين تحقق منافع لاستخدام الدين في تمويل الفرص الاستثمارية،

وعليه فإن استخدام أكبر قدر ممكن من الدين سيساهم في تعظيم قيمة الشركة في السوق، خصوصاً في ظل افتراض غياب تكاليف الدين من إفلاس أو تكاليف الوكالة، إضافة إلى وجود ضريبة الدخل الشخصية على ما يتم توزيعه كأرباح على المساهمين.

إنّ الذي يؤثر في قرارات توزيع الأرباح في الشركة هو زيادة اعتماد الشركة على التمويل بالدين لاعتبارات ضريبية، وهو ما يقلل من اعتمادها على مصادر التمويل الداخلي، وبالتالي زيادة قدرتها على توزيع الأرباح. من ناحية أخرى، فإنّ وجود ضريبة الدخل الشخصية على التوزيعات ستحدّ من رغبة المساهمين في الحصول على الأرباح والاحتفاظ بها لغايات إعادة استثمارها.

ولا يُعد سوق رأس المال، سواءً في الدول النامية أو المتقدمة سوقاً مثالياً، وعليه تؤثر معوقات السوق في قرارات الشركة المالية والاستثمارية، وإن اختلفت درجة تأثرها من سوق إلى آخر تبعاً لاختلاف حدّة المعوقات، التي تدفع بالشركة إلى الاعتماد كثيراً على مصادر التمويل الداخلي، وهو ما يؤثر بالتالي على قرارها لتوزيع الأرباح (Zurigat and Gharaibeh, 2011).

من هنا فإن قرار توزيع الأرباح قد يتأثر بطبيعة سوق رأس المال، وحدّة المعوقات التي تواجه الشركات في الحصول على التمويل الخارجي مثل عدم تماثل المعلومات، حيث يرى كل من Fama & French (2002) أن توزيع الأرباح على المساهمين قد يعطي معلومات إلى المستثمرين عن أداء الشركة، بالإضافة إلى ربحية الفرص الاستثمارية، وهو ما ينعكس إيجابياً على قيمة الشركة، وعليه فإن قرار التوقف عن توزيع الأرباح له انعكاسات سلبية على قيمة الشركة في السوق، ولا تلجأ الشركة إلى تغير في سياسة توزيع الأرباح، إلاّ بعد التأكد من أنها

قادرة على المحافظة على المستوى المطلوب، وبأنّ التدفقات النقدية تتسم بالاستقرار والثبـــات، وهو ما يرفع مستوى استقرارية سياسة توزيع الأرباح لديها.

و أشار (1986) Jensen إلى أنه بالإمكان استخدام سياسة توزيع الأربـــاح لمعالجـــة مشكلة الوكالة الناتجة عن وفرة التدفقات النقدية الحرة، والتي يمكن استخدامها من قبـــل الإدارة لتحقيق أهدافهم الخاصة على حساب المساهمين، وبالشكل الذي يؤثر على قيمـــة الشـــركة فـــي السوق، ومما يزيد من حجم هذه المشكلة هو غياب الشفافية بالتأكيد.

وبناءً على ما سبق، تركّز الدراسة الحالية على دراسة سياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية، لاستقصاء ما إذا كانت البنوك الأردنية لديها مستوى مستهدف أو أمثل لسياسة توزيـــع الأرباح، إضافة إلى مدى استقرارية سياسة توزيع الأرباح في البنوك التجارية الأردنيـــة مـــن خلال تطبيق اختبار نموذج التعديل الجزئـــي (Partial Adjustment Model) ل Lintner (1956).

2.1 مشكلة الدراسة

يواجه سوق رأس المال في الأردن الكثير من المعوقات كمشـــكلة الوكالـــة، وارتفـــاع تكاليف الإفلاس، وغياب المعلومات وعدم تماثلها، وغيرها من المعلومات التي قد تـــؤثر فـــي قرارات الشركة الاستثمارية والتمويلية وسياسة توزيع الأرباح. ومما يساهم فـــي تـــأثير تلـــك المعوقات في قرارات الشركة هو انخفاض مستوى السيولة والمثالية والشفافية وضعف مستوى الحماية للمستثمرين، وهو ما ساهم أيضاً في ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي، و بشـــكل يـــؤثر على قرارات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية.

3.1 أهمية الدراسة

تنبع أهمية هذه الدراسة من أهمية الموضوع الذي تتناوله هذه الدراسة، وهو اختبار نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية المدرجة في بورصة عمان، حيث تُعد هذه الدراسة امتداداً واستمراراً لدراسات سابقة، ركزت في معظمها على دراسة المحددات الرئيسة لسياسة توزيع الأرباح، أو اختبار نموذج التعديل الجزئي في الشركات الصناعية أو الجزئية في الدول المتقدمة وقليل في الدول النامية ومنها الأردن، ولهذا في حدود علم الباحثة تعتبر دراسة استقرار سياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية التجارية من الدراسات النادرة في السوق الأردني. لهذا تعد هذه الدراسة مساهمة وإضافة جديدة يمكن الاعتماد عليها من قبل أصحاب القرار في البنوك، والمستثمرين في السوق لاتخاذ القرارات المناسبة التي تقلل من حجم المخاطر التي تواجههم في السوق.

4.1 هدف الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة وأهميتها تهدف هذه الدراسة

1. إلى استقصاء ما إذا كانت البنوك الأردنية لديها مستوى أمثل لتوزيعات الأرباح تسعى للمحافظة عليه، لتعظيم قيمة البنك السوقية عند حدوث أي انحرافات عن ذلك المستوى.
2. قياس سرعة التعديل لتلك الانحرافات إن وجدت وذلك من خلال نموذج التعديل الجزئي.
3. أضف إلى ما سبق تحاول هذه الدراسة استقصاء المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح المستهدفة (المثلى) في البنوك الأردنية التجارية.

5.1 فرضيات الدراسة

تقوم هذه الدراسة على فرضيتين أساسيتين، وهما:

H_1: تسعى البنوك الأردنية إلى تحديد مستوى مستهدف لتوزيعاتها من الأرباح و تحاول المحافظة عليها.

H_2: تعدّل البنوك الأردنية الانحرافات عن المستوى الأمثل لتوزيعاتها من الأرباح بسرعة.

و لكون المؤشر المستخدم لقياس المستوى المستهدف (الأمثل) للتوزيعات هو Felted Values المحسوب من خلال معادلة الانحدار لاستقصاء المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح، والتي تشمل كل من الربحية، والسيولة، والرفع المالي، وحجم البنك، وفرص النمو. فإنّه سيتم صياغة الفرضيات التالية:

- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين الربحية والأرباح المقترح توزيعها.
- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين السيولة النقدية والأرباح المقترح توزيعها.
- هناك علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين الرفع المالي والأرباح المقترح توزيعها.
- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين حجم البنك والأرباح المقترح توزيعها.
- هناك علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين فرصة النمو والأرباح المقترح توزيعها.

6.1 هيكل الدراسة

تعرض الدراسة الحالية اختبار نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية، حيث تشتمل على ستة فصول، يحتوي الفصل الأول على الإطـــار العـــام للدراســـة ويشمل: مشكلة الدراسة، وأهميتها، وأهدافها، وفرضياتها، وهيكلها. بينما يتناول الفصل الثـــاني الإطار النظري للدراسة، ويتناول مفهوم سياسة توزيع الأرباح، وأهم النظريات التي تحـــدثت عن سياسة توزيع الأرباح. أما الفصل الثالث فقد تناول الدراسات السابقة، إضافة إلى أهـــم مـــا يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة. وجاء الفصل الرابع ليشمل على منهجيـــة الدراســـة، وتناول عينة وبيانات ومتغيرات الدراسة، كذلك نموذج الدراسة المستخدم لاختبار الفرضـــيات، والأساليب المستخدمة في التحليل. في حين يعرض الفصل الخامس التعليق على نتائج الدراســـة المتوصل إليها، أما الفصل السادس فتضمن ملخصاً للنتائج، وأهم التوصيات والمحـــددات التـــي واجهتها الدراسة.

الفصل الثاني: الإطار النظري

1.2 المقدمة

2.2 نظريات سياسة توزيع الأرباح

1.2.2 نظرية عصفور في اليد

2.2.2 نظرية التفضيل الضريبي

3.2.2 نظرية الإشارة أو المحتوى المعلوماتي

4.2.2 الأثر الزبائني

5.2.2 نظرية استقرار الأرباح

3.2 العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح

1.3.2 نظرية الوكالة

2.3.2 التدفق النقدي الحر

3.3.2 فرضية عدم تماثل المعلومات

الفصل الثاني

الإطار النظري

1.1 المقدمة:

تهدف هذه الدراسة إلى استقصاء مدى استقرارية سياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية، من خلال اختبار نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية، وعليه يتناول هذا الفصل الخلفية النظرية لسياسة توزيع الأرباح.

هناك الكثير ممن ناقشوا سياسات توزيع الأرباح وأثرها المباشر على باقي قرارات الشركة التمويلية والاستثمارية، وعلى قيمة الشركة، أمثال(Lintner(1956, (Gordon(1959, Miller and Modigliani(1961). إنّ الهدف الرئيسي لسياسة توزيع الأرباح هو تعظيم قيمة الشركة، ومع ذلك فإنّ نظرية (Miller and Modigliani(1961 تستبعد أية علاقة بين قرارات توزيع الأرباح وقيمة الشركات، خلافاً لما توصلت إليه العديد من الدراسات السابقة بوجود علاقة بين توزيع الأرباح وقيمة الشركة.

و تعتبر نظرية عدم ملائمة التوزيعات (Dividend Irrelevance Theory) ل(Miller and Modigiliani(1961 الأساس في بناء وتطور الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للشركة، وقد قامت تلك النظرية على فرضية مثالية السوق، وبالتالي غياب المعوقات التي تحد من قدرة الشركة على الوصول إلى التمويل الخارجي الذي قد يدفعها إلى الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي. وأن زيادة اعتماد الشركة على التمويل الداخلي قد يخفّض من حجم المنافع المتوفرة لتوزيعها كأرباح على المساهمين، وهو ما قد ينعكس سلباً على قيمة الشركة في السوق خلافاً لما توصل إليه كل من (1961) & Miller

Modigiliani واللذين أشارا إلى أنّ الربحية هي العامل الوحيد الذي يؤثر على قرارات سياسة توزيع الأرباح أو قيمة الشركة، وهو ما يتعارض مع ما توصل إليه Gordon (1959) بأن سياسة التوزيع ذات تأثير مباشر على قيمة الشركة.

على الرغم من عدم واقعية افتراضات Miller and Modigiliani (1961) التي شكلت الأساس النظري لنظرية عدم العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة الشركة في السوق، إلا أنها قادت إلى جدل واسع بين أوساط الأكاديميين والباحثين ،وخلقت العديد من التساؤلات عن مدى واقعية تلك الافتراضات وصحة ما توصل إليه Miller and Modigiliani (1961) وهو ما أدّى إلى وجود العديد من النظريات التي حاولت تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة، في ظل وجود معوقات السوق التي قد تؤثر في قرارات الشركة المالية والاستثمارية مثل عدم تماثل المعلومات، ومشاكل الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، والدين، وغياب تكاليف الإفلاس، وبناءً على ما سبق سيتناول الجزء التالي النظريات التي تفسر العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة في السوق.

2.2 نظريات سياسة توزيع الأرباح

هناك وجهات نظر مختلفة حول ما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة الشركة أم لا، ويرى Gordon(1959) بأن سياسة التوزيع ذات تأثير مباشر على قيمة الشركة، وذهب في ذلك إلى أنّ زيادة توزيع الأرباح على المساهمين يقلل من تكلفة الملكية، لأن توزيع الأرباح يعتبر من الوسائل التي يمكن من خلالها معالجة مشكلة عدم تماثل المعلوماتAsymmetric information، و

هو ما يؤدي إلى خلق انعكاسات إيجابية في سوق رأس المال لكونها تعطـــي إشـــارات إيجابية عن وضع الشركة وأدائها، في حين يرى البعض أن سياسة التوزيع ليست لهـــا تـــأثير مباشر على قيمة الشركة مثل (1961) Miller and Modigiliani.

1.2.2نظرية عصفور في اليد(Bird In Hand Theory):

تعرضت نظرية (1961)Miller and Modigiliani في عدم الملاءمة في التوزيعـــات لعديد من الانتقادات، اعتمدت في مجملها على الافتراضات التي قامت عليهـــا تلـــك النظريـــة، وافترضت غيـــاب معوقـــات الســـوق، ومنهـــا مـــا وجهـــه كـــل مـــن (1959)Gorden و (1956)Lintner على أساس افتراض بأنّ المستثمرين يفضلون الاستثمار في الشركات التـــي تقوم بتوزيع نسبة أعلى من الأرباح، حيث يفضلون شراء أسهم الشركات التي تقـــوم بتوزيـــع أرباحها عن شراء أسهم الشركات التي تقوم باحتجاز الأرباح، مما ينتج عن ذلك انخفاض أسعار أسهم تلك الشركات. أي أنّه كلما زادت الفترة الزمنية التي تمر دون أن يحصل المستثمر علـــى أية توزيعات من الأرباح تزداد درجة عدم التأكد (Uncertainty). و بالتالي يفضل المســـتثمر الحصول على توزيعات الأرباح خلال فترة مبكرة على الانتظار للحصول على تلك التوزيعات مستقبلاً.(Borges,2008)

و عليه فإن المستثمر الباحث عـــن المخـــاطر(Risk Seeking Investors) يفضـــل الحصول على الأرباح في المستقبل، على الرغم من أنّ توزيعات الأرباح المستقبلية غير مؤكدة، بينما المستثمر الذي يتجنب المخـــاطر(Risk Averse Investors) يفضـــل الحصـــول علـــى توزيعات الأرباح الحالية. حيث يقول (1956) Gordon: " التوزيعات في يد المســـتثمر فـــي

الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل باعتبار أنّ المستقبل غير مؤكد".

و يرى Gordon (1956) أنّ توزيعات الأرباح تقلل درجة عدم التأكّد عند المستثمرين وهذا مما يخفض حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) وهو ما يساهم حتماً في ارتفاع قيمة الشركة في السوق.

2.2.2 نظرية التفضيل الضريبي(Tax Preference Theory):

توضّح هذه النظرية أثر الضريبة على تفضيل المستثمر، كحافز لدى الشركات لاحتجاز أكبر قدر ممكن من الأرباح المتولدة، فالمستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح عن توزيعها وذلك لأن استثمار الأرباح يخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات. وطبقاً لنظرية التفضيل الضريبي فإنّه يجب على الشركات أن تقلل التوزيعات النقدية إلى أقل مستوى، إذا كانت تسعى إلى تعظيم قيمة الأسهم.(Borges, 2008)

استبعد Miller & Modigiliani(1961) وجود أي أثر للضريبة على قرارات توزيع الأرباح في الشركة، أو على قرارات المساهمين في الحصول على الأرباح، و بمعنى آخر افترض كل من Miller & Modigiliani(1961) غياب المظلة الضريبية للدين وعلى توزيعات الأرباح، إلا أن الشركات قد تواجه ازدواجية الضريبة، حيث تُفتَرض الضريبة على الأرباح المستقبلية بعد اقتطاع الفوائد المفروضة على الدين، كما تُفْتَرَض الضريبة الشخصية(Personal Income Tax) على توزيع الأرباح على المساهمين، وهو ما يؤثر على قرار المساهمين في

الحصول على توزيعات مرتفعة مقابل التوزيعـات المنخفضـة، ويُعـزى ذلـك إلـى ثلاثـة أسباب(Borges, 2008):

1- ارتفاع معدل الضرائب الفردية على الدخل عـن معـدل الضـرائب علـى الأربـاح الرأسمالية، وبالتالي يفضل العديد من المستثمرين تلك الشركات التي تقوم بإعادة تشغيل مقدار أكبر من الأرباح بدلاً من توزيعها على المساهمين نظراً لأن هذه السياسة سوف تؤدي إلى ارتفاع معدل النمو.

2- الأرباح الرأسمالية لا تتحمل ضرائب إلى أن يتم بيع السهم، حيـث الضـرائب التـي تتحملها اليوم لها تأثير أقل على التكلفة من الضرائب التي تتحمل في المستقبل.

3- يُعفى المساهم من الضرائب في حال احتفاظه بالأسهم حتى وفاته، وبالتالي فـإنّ هـذه الأسهم تصبح ملك للورثة منذ تاريخ الوفاة دون تحمل ضرائب.

وهذه الأسباب تزيد من رغبة المساهمين بشراء أسهم الشركات التي تقوم باحتجاز الأربـاح أو نسبة كبيرة منها، ويرى Borges(2008) أنّ الشركات التي تقوم بتوزيع نسبة قليلة من أرباحها تبيع أسهمها بسعر مرتفع مقارنة مع تلك التي تقوم بتوزيع نسبة مرتفعة من أرباحها.

3.2.2 نظرية الإشارة أو المحتوى المعلوماتي(Signaling Theory or Information Content):

يرى كل من Miller and Modigiliani(1961) أن المعلومات المتعلقة بأداء الشركة وربحيـة فرصها الاستثمارية المستقبلية متوفرة لجميع الأفراد أو المساهمين بالسوق وللمـديرين كـذلك، وعليه لا توجد مشكلة عدم تماثل المعلومات التي قد تؤثر في قرارات الشركة التمويلية وسياسة توزيع الأرباح، لكون وجود هذه المشكلة قد يساهم في تفاقم مشكلة الوكالة، وبالتـالي ارتفـاع تكاليف التمويل الخارجي، الأمر الذي يحدّ من قدرة الشركة القيام بـالتوزيع واعتمادهـا علـى

مصادر التمويل الداخلي من خلال احتجاز الأربـــاح، وهـــذا مـــا أشـــار إليـــه Myers and Majluf(1984) في أن الشركة تلجأ إلى التمويل الداخلي ولا تقوم بالتوزيع إلا بعد تمويل جميع الفرص الاستثمارية المتاحة والمربحة. ويرى كل من Myers and Majluf(1984) أنّ الإدارة لديها معلومات أكثر من تلك المتوفرة لدى المستثمرين في السوق، وهو ما يمكن استغلاله مـــن تلك الإدارة لتحقيق مصالحها على حساب المساهمين، وهو ما يؤثر سلباً على قيمة الشركة، لذلك يرى Jensen(1986) بأنّ عليه استخدام سياسة توزيع الأرباح لمعالجة مشكلة الوكالـــة. أمـــا Fama & French(2002) فيرى كل منهما أنّ سياسة توزيع الأرباح قد تساهم في التخفـــيض من مشكلة عدم تماثل المعلومات بما ترسله من إشارة إيجابية عن وضع الشركة فـــي الســـوق، وعن ربحية فرصها الاستثمارية، وهو ما عرف بنوع الإشارة أو المحتوى المعلوماتي لسياســـة توزيع الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى انعكاسات إيجابية في السوق تساهم فـــي ارتفـــاع قيمـــة الشركة في السوق، نتيجة لما تحدده تلك التوزيعات من توقعات إيجابية عن مســـتقبل الشـــركة واستمرارية تدفقاتها النقدية، ولهذا تتردد الشركة كثيرا في التوقـــف عـــن توزيـــع الأربـــاح أو تخفيضها لما قد يبعثه التوقف عن التوزيع أو التخفيض من إشارات سلبية عن مستقبل الشـــركة وربحيتها.

4.2.2 الأثر الزبائني (Customer Orient):

يرى Miller & Modigiliani (1961) أن الشركات التي تقدم توزيعات عالية ســـوف يسعى المستثمرون الذين يرغبون بالحصول على دخل جاري لشراء أسهمها، أما المســـتثمرون الذين لا يفضلون الدخل الجاري فسوف يتوجهون إلى الشركات التي تقوم باحتجاز الأرباح.

وقد ناقش كل مـــن Miller & Modigiliani (1961) وجــود الأثــر الزبــائني واعتقــدوا أن المستثمرين لا يوجد لديهم تفضيل لسياسة معينة لتوزيع الأرباح على سياسة أخــرى. وينبغــي الإشارة إلى أنه لا توجد دراسات أو براهين استطاعت أن تؤكد صحة أو خطأ اعتقاد Miller & Modigiliani (1961)، بالتالي لا يوجد رأي قاطع في هذا الموضوع، فهــو كــان و مــازال خاضع للجدل والبحث (Breuer *et al.*, 2012).

يختلف نوع سياسة توزيع الأرباح المتبعة باختلاف طبيعة الزبائن وتفصيلاتهم. فبعض المستثمرين يفضلون قيام الشركة بتوزيع الأرباح وعدم احتجازها، وهذا النوع من المســتثمرين يسعون ليكون لديهم دخل جاري، في حين يفضل البعض قيام الشركة باحتجاز الأرباح وإعــادة تشغيل ما يحصلون عليه من توزيعات، بهدف تحقيق عوائد مســتقبلية (Hussainey *et al.*, 2010).

ومن ناحية أخرى، فإنّ المستثمرين الذين يفضلون احتجاز الأرباح سيكونون مجبورين على دفع الضريبة على الأرباح الموزعة في حال قامت الشركة بتوزيع أرباحها، ويترتب على ذلك تحمل تكلفة إعادة تشغيل ما تبقى من الدخل بعد الضريبة. و لكي يتجنب المستثمرون بيــع أسهمهم والذي بدوره يؤدي إلى تقليل سعر السهم في السوق، فإنه يتوجب علــى إدارة الشــركة الابتعاد عن تغيير سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها، إلا أنه يسمح للشركة بتغيير سياستها فــي توزيع الأرباح إذا كانت تمتلك توقعات واقعية ومنطقية لأرباح الشركة الحالية والمستقبلية، ولكن في حال عدم وجود سبب مقنع فعليها اتّباع سياستها المعتادة لتجنــب انخفــاض ســعر الســهم (Hussainey *et al.*, 2010).

5.2.2 نظرية استقرار الأرباح(Lintner Dividend Stability theory):

أجرى (1956) Lintner مجموعة من المقابلات لمديري 28 شركة صناعية أمريكية، وكيف تتبع توزيع أرباحها خلال الفترة (1947-1953)، ووجد أن أرباح الشـــركة الجاريـــة ونسبة التوزيعات المستهدفة هي التي تحدد سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة، وأشار إلى أن الشركة تقوم بتعديل نسب توزيع أرباحها تبعا لنسبة التوزيعات المستهدفة. كما توصّل إلى أن اختلاف الشركة واختلاف الفترة يؤدي إلى اختلاف النسب المستهدفة.

و يرى Lintner(1956) إلى أن مشكلة الوكالة تنخفض مـــع اســـتقرار سياســـة دفـــع الأرباح، حيث يتم إتباع سياسة توزيع الأرباح غالباً في الشركات التي يكـــون لـــديها مشـــكلة الوكالة ومعلومات غير متماثلة. وقد قام Lintner(1956) بوضع نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح، والذي يشير إلى أنّ التدفق النقدي الحالي مستقر عند زيادة حجم الأرباح، وهذا يؤكد أن الشركات تسعى لزيادة تدفقاتها النقدية وبصورة مستقرة، وفي حال كانت غير مســـتقرة فإنّ الشركات تميل إلى زيادة توزيعات الأرباح الخاصة بها.

وقد أشارت فرضية (1956) Lintner، إلى أن الشركات تعمل على تعـــديل دفعـــات الأربـــاح الموزعة بشكل متجانس وذلك تبعاً للتغير في التدفق النقدي لديها، فكلما زاد حجم التدفق النقدي لديها كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة.

3.2 العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح:

1.3.2 تكاليف الوكالة (Agency Costs):

تتمثل نظرية الوكالة بالعلاقة بين المساهمين والإدارة، بمعنى أنّ إدارة الشـــركة تمثـــل وكيلا للمساهمين في إدارة أموالهم وأرباحهم المتمثلة بصورة أســـهم يمتلكونهـــا، وتقـــوم إدارة

الشركة بالتصرف بالأموال والأرباح وفقا لرغبة المساهمين، بحيث تقوم الإدارة باتخاذ القرارات بما يتوافق مع مصالحها الشخصية بعيدا عن مصلحة المساهمين ورغباتهم، والتي ينشأ عنها ما يعرف بمشكلة الوكالة(Agency Problem)، ويُعزى ذلك إلى عدم استخدام الإدارة للمكافآت والحوافز الإدارية، وعدم استخدام الدين في التمويل، وقلة ملكية المديرين، وعدم تماثل المعلومات، حيث تمتلك الإدارة معلومات تخص الشركة تقوم باستخدامها لصالحها على حساب مصلحة المالكين(Jensen & Meckling, 1976).

و قد قام كل من (Jensen & Meckling, 1976) بتلخيص تكاليف الوكالة كما يلي:

1- تكاليف رقابية (Monitoring costs): و هي تمثّل تكلفة الآليات الرقابية على سلوك الإدارة والحوافز التي تحصل عليها الإدارة.

2- تكاليف الربط (Bonding Costs): و هي عبارة عن تكلفة الموارد في إنشاء التقارير والمعلومات التي تقدمها الإدارة للملاك لتؤكد بأنها تعمل أفضل ما لديها لتعظيم ثروة الملاك.

3- الخسائر المتبقية(Residual Loss): هي عبارة عن تضارب بين مصلحة المالك وقرارات الإدارة، وما يترتب على ذلك من خسائر في ثروة الملاك.

وترتبط نظرية الوكالة بتوزيعات الأرباح من خلال أن المساهمين يرغبون بالحصول على أرباحهم المتحققة، بينما تقوم إدارة الشركة بالاحتفاظ بها لغايات إدارية أو استثمارية، وتساهم عملية توزيع الأرباح بتقليل مشكلة الوكالة نظراً لأن توزيع الأرباح يوفر أمانا أكثر للمساهمين، على اعتبار أن ذلك يقلل من احتمالية وصول أموالهم لأيدي الإدارة، التي من الممكن أن تستغل تلك الأموال في غير المصلحة والمنفعة الخاصة بالمساهمين.

وقد أشار Jensen (1986) إلى أنّ توزيعات الأرباح من الممكن أن تساهم بصـــورة جزئية بحل مشكلة الوكالة بين إدارة الشركة والمساهمين، فمن خلال تقليل سلطة إدارة الشـــركة بالنقد المملوك لدى الشركة فإنه يصعب على الشركة استغلال النقد والذي يشكل جانباً من أرباح المساهمين لمصالحها الشخصية.

2.3.2 تكاليف التدفق النقدي الحر(Free Cash Flow Hypotheses):

عرف Jensen (1986) التدفق النقدي الحر بأنّه "تلك الفوائض من التـــدفقات النقديـــة والتي تتبقى للشركة بعد قيامها بتمويل كافة مشاريعها الاستثمارية، والتي صافي قيمتها الحاليـــة موجبة".

وينشأ عن ارتفاع كمية التدفق النقدي الحر تضارب المصالح بين المســـاهمين وإدارة الشـــركة، نتيجة لاعتقاد المساهمين بأن إدارة الشركة تعمل من أجل تحقيق مصالحهم الخاصـــة، بالوقـــت الذي تقوم فيه الإدارة –في حقيقة الأمر– باستغلال التدفق النقدي الحر لمصالحها الشخصية، أو تقوم بإنفاقه على جوانب إدارية لا تدر نفعاً على الملاك المساهمين.

حيث تقترح فرضية التدفق النقدي على الشركات التي تمتلك فائضاً نقـــدياً بضـــرورة توزيعـــه كأرباح للمساهمين بدلاً من احتجازه بهدف تجنب تكاليف الوكالة المتعلقة بالتدفق النقدي الحر (Jensen, 1986).

و توصّل Jensen(1986) إلى أن الشركات التي تكون لديها التدفقات النقدية الحـــرة مرتفعة تفضل إدارتها إنفاق هذه التدفقات في مشاريع غير مربحة اقتصادياً حيث صافي القيمـــة الحالية لها سالباً، مما يسبب في تحمل الشركة تكاليف أطلـــق عليهـــا Stulz(1990) تكـــاليف

المبالغة في الاستثمار الناتجة عـن حريـة تصـرّف الإدارة فـي مـوارد الشـركة(Over-investment Cost of Managerial Discretion)حيـث عرّفهـا Stulz(1990) بأنّهـا : "التكاليف التي يتحملها المساهمون نتيجة قيام المديرين باستثمار التدفقات النقديـة الحـرة فـي المشاريع غير المجدية اقتصادياً "، ومن المتوقع استخدام الإدارة الدين من أجل التقليـل مـن التدفقات النقدية الحرة التي تكون تحت تصرفها.

و يرى كل من(Joseph and Richardson, 2002) بأن الشركات التي تمتلك فائضاً نقدياً قد تقوم باستخدامه وإنفاقه في مجالات لا تولّد ربحاً للشركة، مثل الإنفاق علـى الدعايـة والإعلان، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث مشكلة الوكالة. كما ويشير كل مـن(Brigham and Earhardt, 2012) إلى أنّ الشركات التي تمتلك فائضاً نقدياً وتعمل على استثماره في مشاريع ليست بذات الأهمية ولا تزيد من قيمة الشركة، هي في الحقيقة تزيد من فرصة حدوث تكـاليف الوكالة، نتيجة لعدم تحقق مصالح المستثمرين. أما (La Porta et al, 2000) فقـد بـين أن مديري الشركات التي تمتلك تدفقاً نقدياً حراً يميلون إلى الإسراف حتى مع تواجد القواعد التـي تحمي المستثمرين والمساهمين.

3.3.2 فرضية عدم تماثل المعلومات(Asymmetric Information Problem):

عدم تماثل المعلومات هو عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات المتحصل عليها بين إدارة الشركة والمستثمرين، أي أنه يمكن لإدارة الشركة أن تحصل على معلومات ليست متوفرة لدى المستثمرين وتستغلها لمصلحتها الشخصية، على سبيل المثال يتجلى هذا الأمر بما تقدمـه الإدارة من معلومات مُضلّلة في تقييمها لأسعار أسهم الشركة في السوق المالي، إلاّ أنّه بمجـرد

اكتشاف ذلك سوف يؤثر ذلك على أسعار الأسهم مما يتسبب بخسائر لحملة الأســـهم.(Harris and Raviv, 1991)

و أشار Ross (1977) إلى أن المعلومات التي تصدرها الشركة ليست بالضرورة أن تكون حقيقية وواقعية، حيث يستطيع مدير الشركة إصدار معلومات تشـير إلـى ارتفـاع أداء الشركة على الرغم من انخفاضه وبالتالي تكون هذه المعلومات بمثابة إشارة للأطراف المتعاملة على ارتفاع مستوى أداء الشركة، ولا تعتبر الإشارة بمثابة شائعة أو كلام غير صحيح كما يظنه العديد من المتعاملين، إنما تمثل الإشارة قرار يتخذه المدير بعد دراسة دقيقة ويتحمـل المـدير ردود فعل الغير في حال عدم دقة الإشارة.

و يرى Yartey (2006) أن عدم تماثل المعلومات يشير إلى قيام إدارة الشركة بإصدار المعلومات التي تحتاجها في تحقيق مطالبها فقط، الأمر الذي يجعل المساهمين بعيدين عن حقيقة الشركة. حيث تقوم إدارة الشركة بإصدار معلومة معينة وإلى أطراف معينة بالوقـت الـذي لا تستطيع جميع الأطراف فهم نفس المعلومة بالطريقة نفسها. ويكون عدم الفهم هذا مقصود مـن قبل الإدارة التي كان هدفها بالأساس عدم إيصال المعلومات بصورة مماثلة لكافة الأطراف.

وتؤدي الإشارة الجيدة –في حقيقة الأمر– إلى ارتفاع أرباح الشركة بصورة مؤكدة، الأمر الذي يدل على توافر معلومات ممتازة للمستثمرين، بينما تؤدي الإشارة السيئة في أكثر الأحيان إلـى انخفاض وتقليل الأرباح (Okpara, 2010).

إن تكاليف الوكالة وتكاليف عدم تماثل المعلومات تؤثر في قرارات البنك لتوزيع الأرباح، أو في سرعة التعديل إذا ما كان لدى البنك المستوى المستهدف من تلك التوزيعـات. بالإضـافة إلـى معوقات تكاليف الحصول على التمويل الخارجي من خلال إصدار الأسهم أو السندات، مثل هذه

المعوقات قد تؤدي إلى ازدياد الاعتماد على التمويل الداخلي من خلال احتجاز الأرباح، وهو ما يقلل من حجم النقد المخصص للتوزيع، وقد يقلل ذلك من سرعة التعديل.

الفصل الثالث: الدراسات السابقة

1.3 المقدمة

2.3 الدراسات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح

3.3 الدراسات المتعلقة بنموذج التعديل المستهدف أو تمهيد الأرباح

4.3 ما يميّز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

1.3 مقدمة

استحوذ موضوع سياسة توزيع الأرباح على اهتمام العديد من الباحثين في العالم، يرجع ذلك لما لقرار توزيع الأرباح من تأثير على القيمة السوقية للشركة، وعلى هدفها الأساسي في تعظيم ثروة المساهمين، وعلى الرغم من العدد الكبير لتلك البحوث التجريبية والنظرية لم يتم تقديم التفسير الأمثل لسياسة توزيع الأرباح، وعليه سيتناول هذا الجزء من الدراسة الدراسات السابقة.

تم تقسيم هذا الفصل إلى جزأين: تناول الجزء الأول الدراسات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، وتناول الجزء الثاني الدراسات المتعلقة بنموذج التعديل الجزئي للمستوى المستهدف.

2.3 الدراسات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح

هدفت دراسة **Abebe and Tehulu(2013)** والتي أجريت في إثيوبيا إلى الكشف عن درجة تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء البنوك خلال الفترة (2005-2012) باستخدام عينة من البنوك التجارية العاملة في إثيوبيا. ولتحقيق أهداف الدراسة تمّ استخدام طرق تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (panel data) لــ (6) بنوك تجارية عاملة. وأظهرت نتائج الدراسة أن توزيع الأرباح ومخاطر الائتمان لها تأثير سلبي ومرتفع على أداء البنوك التجارية الخاصة في إثيوبيا. كما توصلت الدراسة أيضا إلى أنّ حجم البنك واستخدام الديون قصيرة الأجل لها تأثير إيجابي ومرتفع على أداء البنوك. ومع ذلك وُجد أن أداء البنوك لا يتأثر بالعمر

ونمو هيكل الأصول، وبالتالي فإنّ العوامل المهمة التي تؤثر على أداء البنوك، هي: توزيع الأرباح، ومخاطر الائتمان، واستخدام الديون على المدى القصير، وحجم البنك.

وكان الهدف من دراسة **Mehta (2012)** التعرف على أثر محددات سياسة توزيع الأرباح على حجم الأرباح الموزعة، والسياسة المتبعة في قرارات التوزيع في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة (2005- 2009). وقد تكونت عينة الدراسة من (149) شركة إماراتية من مختلف القطاعات، والتي تقوم بتوزيع الأرباح على مساهميها، بحيث تم جمع البيانات الخاصة بتلك الشركات وبناء نموذج للانحدار الخطي المتعدد يوضح العلاقة بين متغيرات الدراسة، وقد تمّ تحليل بيانات النموذج من خلال استخدام تحليل الانحدار ومعامل ارتباط بيرسون، إلى جانب مجموعة من الإحصاءات الوصفية. وأظهرت نتائج الدراسة أنّ كل من متغير الحجم ومتغير الخطورة من أكثر العوامل التي تؤثر على قرارات توزيع الأرباح في الشركات الإماراتية، حيث تبين أنّ هناك علاقة إيجابية بين حجم الشركة وتوزيع الأرباح، وعلاقة سلبية بين خطورة الشركة وتوزيع الأرباح.

و في دراسة (**Moradi, *et al* (2012**) التي هدفت إلى التعرف على أهم العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح لدى الشركات المدرجة في سوق طهران المالي خلال الفترة 2001- 2008. وقد تكونت عينة الدراسة من (67) شركة مدرجة في سوق طهران المالي، تمّ جمع بياناتها وتحليلها من خلال استخدام تحليل الانحدار ومعاملات الارتباط، ومجموعة من الإحصاءات الوصفية. وأوضحت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من هيكل الأصول، وخطورة الشركة، ومستوى الدين، وبين حجم الأرباح الموزعة، أيضا بينت الدراسة أنّ هنالك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من ربحية وسيولة الشركة،

وبين حجم الأرباح الموزعة، بينما لم يكن هناك أي أثر لحجم الشركة وفرص النمو على حجم الأرباح الموزعة.

و هدفت دراسة **Foroghi, *et al* (2011)** إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين سلوك الأرباح واحتمال توزيعات الأرباح، من خلال بيان العوامل المالية المؤثرة في توزيعات الأرباح في إيران خلال الفترة (2002- 2008). تكونت عينة الدراسة من (74) شركة من الشركات المدرجة في بورصة طهران، وقد تمّ جمع البيانات اللازمة وتحليلها باستخدام نموذج توبت (Tobit) والنموذج اللوجستي. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر للمتغيرات المالية التالية: فرص النمو، وحجم الشركة، وعدد المالكين المؤسسين، وفرص الاستثمار على قرارات توزيع الأرباح في إيران، بينما لم يتبين وجود أثر لكل من المديونية وهيكل الأصول على قرارات توزيع الأرباح.

وجاءت دراسة **Utami and Inanga (2011)** للكشف عن درجة تأثير تكاليف الوكالة، والتدفق النقدي الحر على توزيعات الأرباح ونسبة المديونية في أندونيسيا خلال الفترة (1994-2007). وقد تكونت عينة الدراسة من (26) شركة مدرجة في بورصة أندونسيا، ولتحقيق أهداف الدراسة فقد تم بناء خمسة نماذج لتحليل الانحدار، وتمّ تحليلها باستخدام تحليل الانحدار. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي غير دال إحصائياً للتدفق النقدي الحر على توزيعات الأرباح، بينما تبين وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتدفق النقدي الحر على نسبة المديونية. كما وأوضحت النتائج وجود أثر إيجابي ولكنه غير دال إحصائياً لتكاليف الوكالة على توزيعات الأرباح.

وقام (2011) **Al-Shubiri** بإجراء دراسة هدفت إلى التعرف على محددات توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2005-2009)، بالإضافة إلى تفسير سلوك الأرباح الموزعة. وتمثلت عينة الدراسة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في السوق المالي، والبالغ عددها 60 شركة، حيث تم بناء نموذج للانحدار الخطي تم من خلاله الربط بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع، بحيث تم تحليل بيانات النموذج باستخدام تحليل الانحدار الخطي من خلال استخدام نموذج توبت (Tobit Model). وأوضحت النتائج أن هناك علاقة سلبية دالة إحصائيا بين قرارات توزيع الأرباح وكل من نسبة الدين، وعدد الأسهم المملوكة، والخطورة، والأصول الملموسة، بينما تبين أن هناك علاقة موجبة بين قرارات توزيع الأرباح وصافي العوائد والأرباح.

وهدفت دراسة (2010) **Sudhahar and Saroja** إلى التعرف على محددات توزيعات الأرباح في البنوك التجارية في الهند خلال الفترة (1998- 2007). وتكونت عينة الدراسة من (20) بنكاً مدرجاً في بورصة الهند، بحيث تمّ جمع البيانات اللازمة وتحليلها باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لربحية الشركة وحجم المبيعات على توزيعات الأرباح في الهند.

وهدفت دراسة (2007) **AL-Malkawi** إلى البحث في محددات سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1989- 2000). وتكونت عينة الدراسة من (160) شركة من أربعة قطاعات وهي: قطاع الصناعة، وقطاع الخدمات، وقطاع البنوك، وقطاع التأمين. حيث تم تحليل البيانات الخاصة بتلك الشركات والمتعلقة بمتغيرات الدراسة من خلال استخدام اختبار نموذج (Tobit). وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن نسبة الأسهم المملوكة من قبل الإداريين في الشركة وطبيعة الملكية لها أثر دال إحصائياً على حجم الأرباح الموزعة،

كما أوضحت النتائج أن كل من حجم وعمر وربحية الشركة من أهم العوامل التي تؤثر على قرارات توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة عمان.

3.3 الدراسات المتعلقة بنموذج التعديل المستهدف أو تمهيد الأرباح (Dividend Smoothing)

هدفت دراسة (**AL-Gharaibeh, *et al* (2013**) إلى الكشف عن تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الأردن خلال الفترة (2005-2010). وقد تكونت عينة الدراسة من (35) شركة أردنية مدرجة في بورصة عمان، بحيث تم استخدام نموذج التكيف الكامل ونموذج التعديل الجزئي. أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي لهيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الأردن، وقد بينت الدراسة وجود أثر سلبي للملكية الإدارية على توزيعات الأرباح من خلال نموذج التعديل الجزئي، وقد بينت النتائج أيضاً أن الشركات الأردنية لا تستخدم سياسة توزيعات الأرباح باعتبارها وسيلة للحد من مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين.

وجاءت دراسة (**Zurigat and Gharaibeh (2011**) للتعرف على مدى قيام الشركات بسلوك تمهيد الأرباح الموزعة في الأردن، من خلال استخدام نموذج التعديل الجزئي خلال الفترة (1998-2009). وقد تكونت عينة الدراسة من (38) شركة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة عمان، وشملت العينة الشركات التي لديها توزيعات الأرباح لمدة (6) سنوات على الأقل خلال الفترة (1998-2009). وقد تم جمع البيانات اللازمة وتحليلها باستخدام طريقة المربعات الصغرى، ونموذج الأثر الثابت، ونموذج الأثر العشوائي. وأظهرت

نتائج الدراسة أنّ الشركات الأردنية تمتلك توزيعات محددة للأرباح مع نسبة معينة للتعديل، الأمر الذي يدل على أن هذه الشركات تتبع سلوك تمهيد الأرباح الموزعة.

وهدفت دراسة **Leary and Michaely (2011)** إلى التعرف على محددات تمهيد الأرباح الموزعة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1985–2005). وقد تم جمع البيانات اللازمة وتحليلها باستخدام مجموعة من الإحصاءات الوصفية وتحليل الانحدار. وأشارت نتائج الدراسة إلى أنه في حال ارتفاع تكاليف الوكالة وازدياد عمر الشركة تكون هناك فرص أعلى لتمهيد الأرباح الموزعة، بينما تنخفض هذه الفرص في حال تكون الشركة صغيرة الحجم وعوائدها متذبذبة.

أما دراسة **Kim and Seo (2010)** قد دَرَستْ تمهيد الأرباح الموزعة غير المتماثلة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1971–2004). تمثلت بيانات الدراسة بمؤشر أسعار الأسهم ستاندر آند بور Standard and Poor's 500، وإجمالي الأرباح الموزعة، وقد تمّ جمع البيانات اللازمة وتحليلها باستخدام نموذج تصحيح الخطأ. وأوضحت نتائج الدراسة أن قرارات توزيعات الأرباح تتوافق مع سلوك تمهيد الأرباح الإجمالية غير المتماثل.

وجاءت دراسة **Eriotis, et al (2007)** للبحث في سياسة توزيعات الأرباح في اليونان خلال الفترة (1997–2001). وقد تكونت عينة الدراسة من (598) شركة مدرجة في بورصة اليونان، وقد تمّ جمع البيانات اللازمة وتحليلها باستخدام تحليل الانحدار ومجموعة من الإحصاءات الوصفية. خلصت الدراسة إلى أن سياسة توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية تختلف عنها في الشركات المالية. وقد بينت النتائج أن الأخبار السيئة هي التي تؤثر في نسبة توزيعات الأرباح للسنة الحالية، حيث أنّ هذه الأخبار تدفع المديرين لزيادة التوزيع للتغطية على الأخبار السيئة.

حيث يوضح الجدول رقم 1.3 ملخص الدراسات السابقة.

جدول(1.3) ملخص الدراسات السابقة

المؤلف	الدول	النتائج
Abebe,et el.(2013)	إثيوبيا	أظهرت نتائج الدراسة أن توزيع الأرباح ومخاطر الائتمان لها تأثير سلبي ومرتفع على أداء البنوك التجارية الخاصة في إثيوبيا. كما توصلت الدراسة أيضا أن حجم البنك واستخدام الديون قصيرة الأجل لها تأثير إيجابي ومرتفع على أداء البنوك. ومع ذلك وُجد أن أداء البنوك لا يتأثر بالعمر ونمو متغيرات الأصول، وبالتالي فإن العوامل المهمة التي تؤثر على أداء البنوك، هي: توزيع الأرباح، ومخاطر الائتمان، واستخدام الديون على المدى القصير وحجم البنك.
Gharaibeh, et el. (2013)	الأردن	أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي لهيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح في الأردن، وقد بينت الدراسة وجود أثر سلبي للملكية الإدارية على توزيعات الأرباح من خلال نموذج التعديل الجزئي، وقد بينت النتائج أيضاً أن الشركات الأردنية لا تستخدم سياسة توزيعات الأرباح باعتبارها وسيلة للحد من مشكلة الوكالة بين المساهمين والمديرين.

أظهرت نتائج الدراسة أن كل من متغير الحجم ومتغير الخطورة من أكثر العوامل التي تؤثر على قرارات توزيع الأرباح في الشركات الإماراتية، حيث تبين أن هناك علاقة إيجابية بين حجم الشركة وتوزيع الأرباح، وعلاقة سلبية بين خطورة الشركة وتوزيع الأرباح.	الإمارات	**Mehta (2012)**
أوضحت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من هيكل الأصول، وخطورة الشركة، ومستوى الدين، وبين حجم الأرباح الموزعة. أيضا بينت الدراسة أن هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من ربحية وسيولة الشركة، وبين حجم الأرباح الموزعة، بينما لم يكون هناك أي أثر لحجم الشركة وفرص النمو على حجم الأرباح الموزعة.	ايران	**Moradi,et al.(2012)**
أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات الأردنية تمتلك توزيعات محددة للأرباح مع نسبة معينة للتعديل، الأمر الذي يدل على أن هذه الشركات تتبع سلوك تمهيد الأرباح الموزعة.	الأردن	**Zurigat, et al. (2011)**
وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر للمتغيرات المالية التالية: فرص النمو، وحجم الشركة، وعدد المالكين المؤسسين، وفرص الاستثمار على قرارات توزيع الأرباح في إيران، بينما لم يتبين وجود أثر لكل من	إيران	**Foroghi, et al. (2011)**

		المديونية وهيكل الأصول على قرارات توزيع الأرباح.
Utami & Inange (2011)	**إندونيسيا**	وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي غير دالة إحصائياً للتدفق النقدي الحر على توزيعات الأرباح، بينما تبين وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتدفق النقدي الحر على نسبة المديونية. كما وأوضحت النتائج وجود أثر إيجابي ولكنه غير دال إحصائياً لتكاليف الوكالة على توزيعات الأرباح.
Leary and Michaely (2011)	**الولايات المتحدة الأمريكية برطانيا**	أشارت نتائج الدراسة إلى أنه في حال ارتفاع تكاليف الوكالة وازدياد عمر الشركة تكون هناك فرص أعلى لتمهيد الأرباح الموزعة، بينما تنخفض هذه الفرص في حال تكون الشركة صغيرة الحجم وعوائدها متذبذبة.
Al-Shubiri.(2011)	**الأردن**	أوضحت النتائج أن هنالك علاقة سلبية دالة إحصائيا بين قرارات توزيع الأرباح وكل من نسبة الدين، وعدد الأسهم المملوكة، والخطورة، والأصول الملموسة، بينما تبين أن هنالك علاقة موجبة بين قرارات توزيع الأرباح وصافي العوائد والأرباح.
KIM and SEO. (2010)	**كوريا**	أوضحت النتائج بعد الحصول على دليل هام عن تـأثير عملية التعديل على الدفعات الكلية عندما يـتم اسـتخدام الأسهم الحقيقية في الأرباح الدائمة، حيث تكـون تكلفـة التعديل أكبر عندما تكون دفعات الأرباح الحقيقية أقل من

		القيم المستهدفة. لذلك فإن طريقة تجانس الدفعات تتضمن مقاومة لتعديل الأسعار للأعلى أكبر من مقاومة تعديل الأسعار للأسفل. هذه المقاومة لتعديل الأسعار تشير إلى عدم التوازن في طريقة توزيع الأرباح.
Sudhahar and saroja (2010)	الهند	وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لربحية الشركة وحجم المبيعات على توزيعات الأرباح في الهند.
Al-Malkawi(2007)	الأردن	أشارت نتائج الدراسة إلى أن نسبة الأسهم المملوكة من قبل الإداريين في الشركة وطبيعة الملكية لها أثر دال إحصائياً على حجم الأرباح الموزعة، كما أوضحت النتائج أن كل من حجم وعمر وربحية الشركة من أهم العوامل التي تؤثر على قرارات توزيع الأرباح في الشركات المُدرجة في بورصة عمان.
Eriotis, et al. (2007)	اليونان	خلصت الدراسة إلى أن سياسة توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية تختلف عنها في الشركات المالية. وقد بينت النتائج أن الأخبار السيئة هي التي تؤثر في نسبة توزيعات الأرباح للسنة الحالية، حيث هذه الأخبار تدفع للمدراء لزيادة التوزيع للتغطية على الأخبار السيئة.

4.3 ما يميّز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

ناقشت الدراسات السابقة التي تمّ عرضها في هذا الفصل سياسة توزيع الأرباح في جوانب مختلفة، واختبار نموذج التعديل الجزئي في جميع أنحاء العالم. من هنا جاءت الدراسة الحالية لتتناول موضوع اختبار نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في الدول النامية، والأردن بشكل خاص. وما يميز هذه الدراسة عن سابقها استخدامها مجال البنوك كعينة للدراسة، بخلاف الدراسات السابقة التي استخدمت مجال الشركات كعينة للدراسة دون البنوك باستثناء دراسة (**Sudhahar and Saroja (2010** في الهند، إلى جانب ما سبق تتميّز الدراسة الحالية بالفترة الزمنية للدراسة التي تمتد من 2006 إلى 2013، حيث أهداف هذه الدراسة تختلف عن تلك الدراسات، وما يميّز أيضاً هذه الدراسة عن سابقها هو تحديدها أهم العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح وهي: الربحية، السيولة النقدية، الرافعة المالية أو نسبة المديونية، فرص النمو، وحجم البنك.

وما ينبغي الإشارة إليه، أنّ الدراسة الحالية تعدُّ دراسة متممة لما قد كُتِبَ سابقاً في هذا الموضوع، ونذكر هنا دراسة (Zurigat and Gharaibeh, 2011) التي هدفت إلى دراسة سلوك الشركات الأردنية هل هو متماثل أم غير متماثل، وتوزيع الأرباح هل هو سلس أم لا، وذلك باستخدام نموذج التعديل الجزئي، وبالمقارنة مع الدراسة الحالية، فإنّ الدراسة الحالية تُجرى على قطاع البنوك و اختبار تأثر نموذج التعديل الجزئي عليها، بخلاف الدراسة المذكورة التي أُجرِيت على قطاع الشركات، بالإضافة إلى ذلك فإن الدراسة الحالية تغطي الفترة من 2006-2013 ، وتحقيق تأثير نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية.

الفصل الرابع: منهجية الدراسة

1.4 مقدمة

2.4 مجتمع وعينة الدراسة

3.4 متغيرات الدراسة

4.4 فرضيات الدراسة

5.4 نموذج الدراسة

الفصل الرابع

منهجية الدراسة

1.4 المقدمة

تهدف هذه الدراسة إلى استقصاء ما إذا كانت البنوك الأردنية التجارية المدرجة في بورصة عمان لديها مستوى أمثل لتوزيعات الأرباح، و علية يعرض هذا الفصل المنهجية المتبعة في بناء نموذج الدراسة، حيث يشمل هذا الفصل التعريف بمجتمع و عينة الدراسة، و فرضيات الدراسة و تطويرها، و متغيرات الدراسة و طرق قياسها، كذلك النموذج المستخدم في الدراسة، و الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات.

2.4 مجتمع و عينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان، والبالغ عددها 16 بنكاً مدرجاً في نهاية عام 2013. في حين تكونت عينة الدراسة من 14 بنكاً تمّ اختيارها وفقاً للمعايير التالية:

- استثناء البنوك التي لم توزع أرباحها، أو وزعت أرباحها لمدة تقل عن أربع سنوات خلال فترة الدراسة.
- استثناء البنوك التي لا تتوافر معلومات كافية عنها خلال فترة الدراسة.
- استثناء البنوك التي تشكلت بعد عام (2006).
- استثناء البنوك التي تم اندماجها مع بنوك أخرى أو تم إيقاف تداولها خلال فترة الدراسة.

3.4 متغيرات الدراسة وتطور الفرضيات

سيعرض هذا الجزء المتغير التابع والمتغيرات المستقلة للدراسة الحالية، والبنـــاء النظـــري للفرضيات القابلة للاختبار حول سياسة توزيع الأرباح، وقد تمّ اختيار المتغيرات اعتماداً علـــى الدراسات السابقة التي تناولت موضوع سياسة توزيع الأرباح.

- المتغير التابع (Dependent Variable):

الأرباح المقترح توزيعها: وهي نسبة صافي الدخل الموزعة كأرباح لحملة الأســـهم. يـــتم قياسها من خلال قسمة صافي ربح السهم (EPS) على الربح الموزع للسهم الواحد، وقد تم استخدام هذا المتغير في دراسة كل من (Mehta, 2012 & Zurigat and Gharaibeh, 2011 & Al-Shubiri, 2011 & 2011). من خلال هذه النسبة يستطيع المستثمر أن يقدر ما إذا كانت توزيعات هذه البنوك مستقرة وتقوم بتوزيع معظم أرباحها وهذا مـــا تفعلـــه البنـــوك الكبيرة، أو إذا كانت البنوك لا توزع أرباحاً بل تعيد استثمار هذه الأرباح وهذا مـــا تفعلـــه البنوك الصغيرة.

وعليه جاءت الكثير من الدراسات العلمية توضح العلاقة بين الأرباح المقترح توزيعهـــا وبين كل من الربحية، والسيولة، وحجم الشركة، وفرصة النمو.

المتغيرات المستقلة (Independent Variables):

1. الربحية (Profitability): و سوف يتم قياسها من خلال العائد على الأصول ويحســـب بتقسيم صافي الأرباح السنوية للبنك على إجمالي أصوله، ويُعتبر العائد على الأصـــول مؤشراً على أداء البنك وكفاءة عملياته التشغيلية، وقد استخدم هذا المتغير في دراسة كل مـــن (Moradi, et al,2012 & Al-Malkawi,2007 & Myers and

Bacon,2004). و تتوقع الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين الربحية والأرباح المقترح توزيعها.

السيولة النقدية (Liquidity): و سوف يتم قياسها من خلال نسبة التداول(Cash/Deposit) وتحسب بتقسيم الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة، وتعطي مؤشراً عن مدى تـوافر السيولة لدى البنك، وقد استخدم هذا المتغير في دراسة كل من (& Moradi,et al, 2012 Besley and Brigham, 2005 & Ho, 2003). وتتوقع الدراسة وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين السيولة النقدية والأرباح المقترح توزيعها.

وتجدر الإشارة إلى أنّه عندما تكون قيمة نسبة التداول أكبر من الرقم واحد فهذا مؤشر على مدى قدرة البنك على الالتزام بسداد الديون قصيرة الأجل بشكل كامل، مما يعبر عـن قوة المركز المالي للبنك والذي يجعله أقل عرضة للصعوبات الماليـة. إذ أنّ البنـوك ذات السيولة المرتفعة تميل إلى دفع نسبة أعلى من أرباحها على المساهمين، مقارنة بالبنوك التي تتعرض للعجز المالي، وتعتبر نسبة التداول مؤشر لكفاءة الأصول المتداولـة فـي تغطيـة الخصوم المتداولة (Current liability). (Besley & Brigham, 2005)

وفقاً إلى ما جاء في دراسة (Ho, 2003) فإن أكثر العوامل المـؤثرة علـى توزيـع الأرباح النقدية هي سيولة البنك، لأن البنوك التي تمتاز بسيولة مرتفعة ستوزع أرباحاً أعلى من البنوك ذات السيولة المنخفضة. لذلك فإنه من المحتمل أن تكون العلاقة بـين السـيولة وأرباح الشركة علاقة إيجابية. إذ تدعم هذه العلاقة الإيجابية من قبل نظرية الإشارة.

3- الرافعة المالية(Leverage): و سوف يتم قياسها من خلال نسـبة المديونيـة (Debt Ratio) تحسب بتقسيم إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول، وقد استخدم هذا المتغيـر في دراسة كل مـن (Utami & Inanga,2011 & Foroghi, *et al*, 2011). وتتوقـع

الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين الرفع المالي والأرباح المقترح توزيعها. هذه النسبة تقدم بعض التحذيرات للمساهمين والمديرين حول الصعوبات المالية المحتملة، وبالتالي يقوم المساهمون والمديرون باتخاذ الإجراءات المناسبة لمنع البنك من الإفلاس، فنسبة الرافعة تحدد المستوى الإجمالي للمخاطر المالية التي تواجه البنك. وارتفاع نسبة الدين في البنك يؤدي إلى ارتفاع مخاطرها المالية، وبالتالي يفشل البنك في سداد الالتزامات المالية (Fama and French, 2002).

وعليه تكون العلاقة طردية (إيجابية) بين مقدار الرفع المالي والأرباح المقترح توزيعها وهو ما يُعزى لنظرية أولويات التمويل (Myers & Majluf, 1984). إلا أن نظرية الوكالة ترى أن العلاقة عكسية بين مقدار الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح (Jensen, 1986).

4- حجم البنك(Bank size) : وسوف يتم قياسها من خلال معادلة اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، ويعتبر متغير حجم البنك متغير تفسيري ذو أهمية. وقد استخدم هذا المتغير في دراسة كل من (Abebe and Tehulu,2013 & Mehta,2012 & Moradi, *et al*,2012 &). و تتوقع الدراسة وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين حجم البنك والأرباح المقترح توزيعها.

و قد توصل (2012) Mehta إلى أنّ البنوك ذات الحجم الكبير لديها فرصة مميزة للوصول إلى أسواق رأس المال، وكذلك تمتاز البنوك ذات الحجم الكبير بأنّ لديها فرصة لجمع الأموال بتكلفة قليلة، وكذلك تدفع البنوك الكبيرة أرباحاً أعلى للمساهمين، وبناءً عليه تكون العلاقة إيجابية. لكن (Pinheiro *et al*, 2006) ناقشوا أن البنوك الكبيرة ذات فرص

النمو العالية تتجه إلى توزيع نسبة منخفضة من الأرباح، وذلك لأن نسبة توزيـــع الأربـــاح العالية تقلل من وصول الشركة إلى الأرباح المحتجزة، وتعتبر الأرباح المحتجـــزة مصـــدر أدنى لتكلفة رأس المال.

5- فرصة النمو(Growth Opportunity): و سوف يتم قياسها من خلال القيمة الســوقية إلى القيمة الدفترية (Market To Book Ratio) وتحسب بتقسيم سعر السهم على القيمـــة الدفترية للسهم الواحد، وقد استخدم هذا المتغير في دراسة كل من (Moradi, et al, 2012 & Foroghi, et al, 2011). وتتوقع الدراسة وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5 % بين فرصة النمو والأرباح المقترح توزيعها، إذ إنّ البنوك ذات فرص النمـــو المرتفعة تحتاج مزيداً من الأموال لتمويل المشاريع التي تحـــرص الإدارة علـــى تنفيـــذها وتطويرها، وبالتالي فالبنوك لديها فرص نمو عالية تدفع نسب توزيعـــات منخفضـــة أي أن العلاقة عكسية بين فرصة النمو وتوزيع الأرباح، وتبعاً لنظرية أولويات التمويل (Pecking Order Theory) التي ترى أنّ الأرباح الموزعة لديهم تقارن مع غيرهـــا مـــن مصـــادر التمويل بأقل تكلفة، ويسعى البنك للحصول على الأرباح المحتجزة لتوزيع الأرباح، وقد يلجأ البنك إلى الدين ليحل محل الأرباح المحتجزة كوسيلة لتمويل الفرص المتاحة وأخيراً تلجـــأ إلى الأسهم. لكن مشكلة الوكالة (Agency Theory) أنّ البنوك ذات النمو المرتفع لا يكون لديها ضمانات وبالتالي اختفاء القيمة عن الإفلاس، مما يؤدي إلى ارتفاع تكـــاليف التمويـــل على الدين، ولجوء الشركة إلى التمويل الداخلي وهذا مما يقلل من توزيع الأرباح وعنـــدها تكون العلاقة عكسية (Aivazian et al, 2002).

و يرى Fama and French (2002) أن البنوك تتجه إلى تمويل استثمارات جديـــدة وفريدة من خلال استخدام الأرباح المحتجزة لتحصل على تكاليف قليلة، وتتجنـــب مشـــاكل

الوكالة المختلفة من الديون والأسهم، من خلال استخدام الأول للأرباح المحتجزة ثم استخدام الديون.

4.4 فرضيات الدراسة

تبعاً لنظرية (1961) Miller and Modigliani فإنّ قيمة الشركة لا تتأثر بقرارات توزيع الأرباح، لكن سوق رأس المال غير مثالي، وبالتالي قرارات الشركة تتأثر بقرارات سياسة توزيع الأرباح، و في ضوء ما تمّ عرضه من متغيرات الدراسة وإطارها النظري سيتم صياغة الفرضيات التالية:

H_1 : تسعى البنوك الأردنية إلى تحديد مستوى مستهدف لتوزيعاتها من الأرباح و تحاول المحافظة عليها.

H_2: تعدل البنوك الأردنية الانحرافات عن المستوى الأمثل لتوزيعاتها من الأرباح بسرعة.

إنّ المؤشر المستخدم للمستوى المستهدف للتوزيعات هو Felted Value و المحسوب من خلال معادلة الانحدار لاستقصاء المحددات الأردنية لسياسة توزيع الأرباح، والتي تشمل كل من الربحية والسيولة والرفع المالي وحجم البنك وفرص النمو.

حيث يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين الربحية (Profitability) والأرباح المقترح توزيعها.
- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين السيولة النقدية (Liquidity) والأرباح المقترح توزيعها.
- هناك علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية 5% بين الرفع المالي (Leverage) والأرباح المقترح توزيعها.

- هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين حجم البنــك (Bank Size) والأرباح المقترح توزيعها.
- هناك علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين فرصة النمو(Growth Opportunity) والأرباح المقترح توزيعها.

يوضح الجدول رقم (1.4) العلاقة بين المتغيرات والأرباح المقترح توزيعها وفقــاً لفرضــيات الدراسة التي تمّ بناؤها:

جدول (1.4) ملخص العلاقة بين المتغيرات والأرباح المقترح توزيعها

المتغيرات	العلاقة المتوقعة	الإشارة
الربحية	موجبة	+
السيولة النقدية	موجبة	+
الرافعة المالية	سالبة	–
حجم الشركة	موجبة	+
فرصة النمو	سالبة	–

5.4 نماذج الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى استقصاء ما إذا كانت البنوك الأردنية تحدد مســتوى مســتهدف لتوزيعات الأرباح، وسرعة التعديل في حال وجود أي انحراف عن ذلك المستوى، ولكن قبــل عرض نموذج التعديل الجزئي سيتم عرض نموذج الدراسة المســتخدم لاستقصــاء المحــددات الرئيسة لسياسة توزيع الأرباح، والتي سيتم استخدامها في احتساب المستوى المستهدف للأرباح، والذي على أساسه سيتم احتساب حجم الانحراف، وعليه لتلخيص أهداف هذه الدراسة يتم اختبار ثلاث نماذج قياسية وعلى النحو التالي:

1- نموذج سياسة توزيع الأرباح(Conventional Model): سوف يتم استخدام النموذج القياسي لاستدلال أثر كل من المتغيرات المستقلة على الأرباح المقترح توزيعها في البنـــوك الأردنية، ومن الدراسات التي اســتخدمت هــذا النمــوذج (Zurigat and Gharaibeh, 2011)

حيث يمكن صياغة النموذج على النحو التالي:

$$D_{ti} = \alpha_0 + \alpha_1 PRO_{it} + \alpha_2 LIQ_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 SZ_{it} + \alpha_5 G_{it} + e_{it}$$

(Model 1)

حيث أن:

α : معامل الانحدار.

D_{it} : المتغير التابع للأرباح المقترح توزيعها.

PRO_{it} : نسبة الربحية (Proftability) مقاساً بالعائد على الأصول (Return on Assets(ROA).

LIQ_{it} : نسبة السيولة (Liquidity) وتقاس ب (Cash and Investment to total deposit)

LEV_{it} : نسبة المديونية (Debt Ratio) مقاساً بإجمالي الالتزامات مقسومة على إجمالي الأصول.

SZ_{it} : حجم البنك (Bank Size) مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

G_{it} : فرصة النمو (Growth Opportunity) مقاساً بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

e_{it} : مقدار الخطأ.

2- **نموذج التعديل الجزئي(Partial Adjustment Model)**: لغايات اختبار ما إذا كانت البنوك الأردنية لديها مستوى مستهدف. وما هي سرعة التعديل لديها، فقد تمّ الاعتماد على نموذج التعديل الجزئي ل (1956) Lintner.

والذي يمكن صياغته على النحو التالي:

$$(D_{it}-D_{it-1}) = \alpha_0 + \alpha_1(D^*_{it} - D_{it-1}) + e_{it} \text{ ....}(2)$$

حيث :

α_0 : هو معامل التعديل يمثل امتناع البنوك عن خفض توزيعات الأرباح.

α_1 : عامل تعديل مما يدل على سرعة تعديل الأرباح.

$(D_{it}-D_{it-1})$: التغير في الأرباح يمكن كتابته على الشكل التالي (ΔDIV_{it}).

$(D^*_{it} - D_{it-1})$: الانحراف الكلي لتوزيع الأرباح عن الهدف ويمكن كتابته على شكل التالي (TDVDV).

D_{it} : نسبة توزيع سنة t.

D_{t-1} : نسبة توزيع في السنة السابقة(t-1).

D^*_{it} : المستوى المستهدف للأرباح لبنك (i) في سنة (t).

TDVDV : انحراف توزيع الأرباح الفعلي من الهدف.

ΔDIV_{it}: التغير في نسبة توزيع الأرباح.

يمكن إعادة كتابة المعادلة (2) على النحو التالي:

$$\Delta DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TDVDV + e_{it} \text{ ....Model } (2)$$

حيث :

ΔDIV_{it} : التغير في توزيعات الأرباح من سنه t الى سنة $t-1$.

e_{it} : مقدار الخطأ.

α_0, α_1 : يمثل سرعة معاملات التعديل. سرعة التعديل تقع بين 0 و 1. عندما تكون القيمة قريبة من الرقم واحد هي أسرع للتعديل. وإذا كان معامل التعديل ذو قيمة مهمة يدل على أن الشركات لديها نسبة توزيع مستهدفة. وإذا كان معامل التعديل يساوي الرقم واحد لا يتحمل تكلفة التعديل. لكن إذا كان معامل التعديل يساوي صفر يدل على أن التعديل يحدث نحو الهدف، وسياسة التوزيع غير مستقرة تماماً. أمّا إذا كان معامل التعديل أكبر من واحد فيدل على أنّ التعديلات ضرورية و لم تصل إلى القيمة المستهدفة (Zurigat and Gharaibeh, 2011).

ولقياس أثر الحجم على سرعة التعديل تمّ استخدام المتغير الوهمي للحجم (SZD) فهو يعطى الرقم واحد إذا كان مقدار اللوغاريتم لإجمالي الأصول أكبر من وسطها الحسابي فهي عندئذٍ بنوك كبيرة. وإذا أعطى الرقم صفر كان مقدار اللوغاريتم لإجمالي الأصول أقل من وسطها الحسابي فهي عندئذٍ بنوك صغيرة. ذلك باستخدام المتغير الوهمي التفاعلي(INTDUM) إضافة متغيرين مستقلين: المتغير الوهمي لقياس الحجم، والمتغير الوهمي التفاعلي الناتج عن الانحراف عن المستوى الأمثل(TRDV) وأخذ حاصل ضرب (SZD*TRDV) ليصبح نموذج الدراسة رقم 2 على النحو التالي:

$$\Delta DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TRDV_{it} + \alpha_2 SZD_{it} + \alpha_3 INTDUM_{it} + e_{it}$$

Model (3)

حيث أن:

ΔDIV_{it} : التغير في التوزيعات من سنة t إلى سنة t-1

$TRDV_{it}$: حجم الانحراف عن المستوى الأمثل

SZD_{it} : متغير وهمي لقياس حجم البنك

$INTDUM_{it}$: متغير التفاعل الوهمي

Eit : مقدار الخطأ

ووفقاً لنموذج متغير التفاعل الوهمي فإن وجود أثر الحجم يتطلب أن يكون معامل هذا المتغير ذات دلالة إحصائية بغض النظر عن الإشارة، فإذا كان موجباً و ذات دلالة إحصائية فإنه يدل على أن البنوك الكبيرة تكون أسرع تعديلاً من البنوك الصغيرة عند وجود انحرافات عن المستوى الأمثل، أما إذا كان سالباً وذات دلالة إحصائية فإنه يشير إلى أن البنوك الصغيرة أسرع تعديلاً وعليه يمكن إعادة كتابة المعادلة رقم (3) على النحو التالي:

بالنسبة للبنوك الكبيرة (SZD=1)

$$\Delta DIV_{it} = (\alpha_0 + \alpha_2) + (\alpha_1 + \alpha_3)TRDV_{it} + e_{it}$$

بالنسبة للبنوك الصغيرة (SZD=0)

$$\Delta DIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ TRDV_{it} + e_{it}$$

6.4 الأساليب الإحصائية المستخدمة

استخدمت الدراسة أساليب التحليل الإحصائي لتقدير معاملات الانحدار التي تتلاءم ونوع بيانات الدراسة، حيث اعتمدت الدراسة ما يعرف ب (Panel Data) و هي عبارة عن سلاسل زمنية لبيانات مقطعية (Data Time Series of Cross Sectional) و ما يميز أسلوب الأثر الثابت عن غيره أنه يأخذ بعين الاعتبار أثر العوامل الفردية وعامل الزمن (Individual and Time Specific Effects) عند تقدير معاملات الانحدار، ويقلل من مشكلات التحليل مثل مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity).

استخدمت الدراسة أسلوب التحليل التجميعي (Pooled data) لغايات المقارنة، والتي من خلالها سيتم التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المستخدمة في تقدير معادلات الانحدار لنموذج الدراسة. حيث تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) لتقدير أسلوب التحليل التجميعي (Pooled Data Analysis) والذي لا يستخدم في تقدير معاملات النموذج إذا كان هناك تأثير للعوامل الفردية وعامل الزمن (Individual and Time Specific Effects).

يستخدم أسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model) والذي يمكن تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية، وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model) والذي يتم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى العامة (Squares Generalized Least) في تقدير أسلوب (Panel Data). يكمن الاختلاف بين أسلوب الأثر الثابت وأسلوب الأثر العشوائي فيما إذا كانت المتغيرات المستقلة مرتبطة أو لا مع العوامل الفردية وعامل الزمن Individual (and Time Specific Effects).

ويرى Gujarati(2003) أنّ أسلوب الأثر الثابت يفترض ارتباط وثبات العوامل الفردية و عامل الزمن (Individual and Time Specific Effects) مع المتغيرات المستقلة، في حين

أن أسلوب الأثر العشوائي يفترض عدم ارتباط وعدم ثبات العوامل الفردية وعامل الزمن مع المتغيرات المستقلة، وعليه فإن وجود هذا الارتباط يجعل من أسلوب الأثر الثابت كفء في تقدير معاملات الدراسة، والعكس بالنسبة للأثر العشوائي.

واستخدم اختبار Lagrange Multiplier Test للمفاضلة بين Pooled Data و Panel Data من خلال قبول أو رفض فرضية العدم، فقبول فرضية العدم يجعل من أسلوب Panel Data أسلوباً ملائماً وفعالاً لتقدير معاملات الدراسة، وتم استخدام Hausman Test للاختيار بين أسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model) وأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model) من خلال فرضية العدم. إنّ قبول فرضية العدم يجعل من أسلوب الأثر العشوائي أكثر دقة. وهذا لا يعني أن معاملات التقدير الناتجة عن النموذج الأثر الثابت غير فعال (Gujarati, 2003) ويجب أن لا يكون لقيمة Chi2 أي دلالة إحصائية لقبول فرضية العدم.

وتم إجراء اختبار (Breusch–Pagan) للكشف عن مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity). وتم الاعتماد على اختبار (Variance Inflation Factor: VIF) للكشف عن مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity).

الفصل الخامس: تحليل البيانات و مناقشة النتائج

1.5 المقدمة

2.5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

3.5 اختبار الارتباط بين المتغيرات

4.5 نتائج التحليل

1.4.5 نتائج تقدير نماذج الدراسة (1) لمحدّدات سياسة توزيع الأرباح

2.4.5 نتائج تحليل نموذج التعديل الجزئي لسياسة تووزيع الأرباح

الفصل الخامس

تحليل البيانات و مناقشة النتائج

1.5 المقدمة:

تهدف هذه الدراسة أولاً: إلى استقصاء ما إذا كانت البنوك الأردنية لـــديها مســـتوى أمثـــل لتوزيعات الأرباح تسعى للمحافظة عليه لتعظيم قيمة البنك السوقية عند حدوث أي انحرافات عن ذلك المستوى، وثانياً: قياس سرعة التعديل لتلك الانحرافات إن وجدت و ذلك من خلال استخدام نموذج التعديل الجزئي.

وعليه يقدم هذا الفصل من الدراسة نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، ونتائج اختبار (Variance Inflation Factor (VIF))) وللتأكد من أن بيانات الدراسة ملائمة لنموذج الدراسة تم اختبار الفرضيات الأساسية لتحديد هل هناك مشكلة الارتباط المتعـــدد (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة المستقلة، وكذلك استخدام اختبار (Breusch-Pagan test) لاختبـــار مشكلة عدم تجانس التباين(Heteroskedasticity). كما يقدر معـــادلات الانحـــدار باســـتخدام أسلوب بيانـــات السلاســـل الزمنيـــة المقطعـــة (Cross-Sectional-Time Series Data Analysis) والتي تم تقديرها باستخدام أســـلوب الأثـــر الثابـــت (Fixed Effect Model) و أسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model)، ولغايات اختبار النموذج الأمثل لمعالجة بيانات الدراسة واختبار فرضياتها استخدمت الدراسة اختبار (Hausman Test)، و استخدمت (Lagrange Multiplier Test) من أجل تفضيل أسلوب التحليل الأكثر ملائمة مـــع بيانـــات الدراسة.

2.5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يوضح هذا الجزء أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة مثل المتوسطات الحسابية، والانحرافات المعيارية، إضافة إلى عدد من المؤشرات الأخرى لمتغيرات الدراسة، والجدول رقم

(5-1) يتضمن الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وأدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بالدراسة.

الجدول رقم (5-1): نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات (Variables)	الوسط الحسابي (Mean)	الانحراف المعياري (Std.Dev)	أدنى قيمة (Min)	أعلى قيمة (Max)
DIV	0.1040	0.088	0	0.3
ROA	0.0139	0.005	-0.002	0.025
MB	1.440	0.648	0.58	4.14
LIQ	0.647	0.108	0.309	0.908
LEV	0.859	0.033	0.78	0.929
SZ	21.186	1.039	18.908	23.924

يتضح من نتائج جدول رقم (5-1) أن:

- متوسط نسبة الأرباح المقترح توزيعها (0.104) وبانحراف معياري (0.088) كما تراوحت هذه النسبة بين الصفر كحد أدنى و 0.3 كحد أقصى، وهي نسبة منخفضة

حيث يشير ارتفاع الانحراف المعياري إلى تفاوت توزيعات الأرباح في البنوك الأردنية، ويعزى هذا التفاوت إلى تفاوت حجم البنوك.

- بلغ متوسط العائد على الأصول (0.0139) و بانحراف معياري (0.005) كما تراوحت هذه النسبة بين (0.002−) كحد أدنى و (0.025) كحد أقصى، و هذا يبين بوضوح التفاوت الكبير في ربحية البنوك الأردنية، ويعزى انخفاض الربحية إلى اختلاف الفرص الاستثمارية من بنك لآخر، وإلى عدم الاستقرار، والأزمة المالية وإتباع البنوك سياسات ائتمانية مشددة حفاظاً على حقوق المودعين.

- قدر متوسط القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (1.440) و بانحراف معياري (0.648) كما تراوحت هذه النسبة بين (0.58) كحد أدنى و (4.14) كحد أقصى، حيث يعزى انخفاض فرصة النمو في البنوك إلى تفاوت حجم البنك وربحية تلك البنوك، وقدرة كل بنك في الحصول على التمويل للاستثمار.

- كما بلغ متوسط نسبة السيولة (0.647) و بانحراف معياري (0.108) كما تراوحت هذه النسبة بين (0.309) كحد أدنى و (0.908) كحد أقصى، هذا يؤكد ارتفاع السيولة في البنوك، لأن البنوك تعمل في أموال الغير. اعتماداً على الودائع، وهو ما يجعل ارتفاع السيولة في البنوك مختلف عن ما عليه في الشركات، وقد ساهم في ارتفاع معدلات السيولة حالة عدم الاستقرار في المنطقة واتباع البنوك سياسة ائتمانية تحفظية.

- من جهة أخرى فقد قدر متوسط نسبة الرافعة المالية (0.859) و بانحراف معياري (0.033) كما تراوحت هذه النسبة بين (0.78) كحد أدنى و (0.929) كحد أقصى وما يفسر ارتفاع مستوى الرفع المالي في البنوك أنها تعمل بأموال الغير، وتشكل الودائع

أكبر مصادر التمويل لديها، ويختلف هيكل رأس المال في البنوك عن ما هو عليه في الشركات.

- كما أوضحت النتائج أيضا أن متوسط حجم البنك (21.186) و بانحراف معياري (1.039) كما تراوحت هذه النسبة بين (18.908) كحد أدنى و (23.924) كحد أقصى، ويعزى تفاوت حجم البنوك إلى تفاوت حجم أصول كل بنك عن الآخر.

(3-5) نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات:

مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) من المشكلات التي تواجه التقدير الإحصائي لمعاملات الانحدار، حيث نتجت هذه المشكلة من الارتباط القوي بين متغيرات الدراسة المستقلة والتي تجعل من الصعب تقدير واختبار الفرضيات حول التأثير الفردي في معاملات الانحدار غير الممكنة (Gujarati, 2003).

واستخدمت الدراسة اختبار (Variance Inflation Factor: VIF) لتقييم مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) الذي يبين الدرجة التي يفسر بها كل متغير مستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى، و كقاعدة عامة إذا كان VIF>10 فهذا يشير إلى وجود الارتباط المتعدد (Gujarati, 2003).

وقد وضّحت الدراسة عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد(Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة حيث بلغ متوسط ال VIF (1.14) و هو أقل من 10. كما يوضح مقلوب ال VIF مستوى الدقة، وعليه تزداد مستوى الدقة في التفسير إذا زادة قيمة مقلوب VIF.

ويوضح الجدول رقم (5-2) نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات

الجدول رقم (5-2): نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات

Variables	VIF	1/VIF
QUIK	1.74	.574
LIQ	1.64	.609
MB	1.54	.648
LEV	1.33	.753
ROA	1.17	.856
SZ	1.04	.962
Mean VIF	1.41	

من هنا يمكن استخدام نتائج هذه المعادلة ومناقشتها، ومن المشاكل الأخرى التي يمكن أن تؤدي إلى سوء تقدير النتائج وعدم الدقة في التقدير، مشكلة عدم تجانس البواقي الناتجة من تقدير نموذج الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية.

و للكشف عن مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity) استخدمت الدراسة اختبار (Breusch-Pagan Test) بغرض التأكد من تجانس تباين معامل الخطأ (Error Term) وقد بيّن هذا الاختبار أن بيانات الدراسة لم يظهر فيها أي مشكلة من مشاكل عدم تجانس التباين، حيث لم يكن ل (chi2) و الذي بلغت قيمته (1233.) أي دلالة إحصائية وعليه نقبل الفرضية العدمية بتجانس تباين معامل الخطأ.

(4-5) نتائج التحليل

يستعرض هذا الجزء نتائج تقدير نماذج الدراسة العملية وهي:

1.4.5 نتائج تقدير نماذج الدراسة (1) لمحددات سياسة توزيع الأرباح

يبين الجدول رقم (5-3) نتائج تقدير معادلة الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية والتي تستخدم في احتساب مؤشر المستوى الأمثل لتوزيعات أرباح الشركة، والمستخدم في نموذج التعديل الجزئي لاحتساب مدى استقرار سياسة توزيع الأرباح، وإذا ما كانت هذه الشركة تسعى إلى المحافظة على مستويات ثابتة من توزيعاتها للمساهمين. وقد أظهرت النتائج أن نموذج الدراسة لا يعاني من أي مشاكل تؤثر على نتائج التقدير. فقط أظهر اختبار (Breusch-Pagan Test) الذي استخدم لاختبار مشكلة عدم تجانس البواقي بأنه لم يكن له أي دلالة إحصائية عند المستوى 5% وعليه سيتم قبول الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا توجد مشكلة عدم تجانس البواقي. كما لا يوجد مشكلة عدم ارتباط المتعدد بين متغيرات الدراسة المستقلة كما دلت على ذلك نتائج اختبار VIF في الجزء السابق حيث بلغ المتوسط 1.41 و هو أقل من 10.

ولا بد من الإشارة هنا أن تقدير معامل الانحدار رقم (1) كان لغاية احتساب المستوى الأمثل و المستهدف (Target) ولغاية احتساب حجم الانحراف بين التوزيعات الفعلية والمثلى في البنوك الأردنية، واستقصاء ما إذا كان هناك عملية تعديل تلجأ لها البنوك الأردنية للمحافظة على استقرار سياسة توزيع الأرباح لديها، وما هي سرعة التعديل و العوامل التي تحدد أو تسرع عملية التعديل في تلك البنوك.

الجدول (5-3) نتائج تقدير نموذج رقم(1) محددات سياسة توزيع الأرباح(Conventional Model):

المتغيرات Variables	المعامل التقديري Coef
Constant	-1.475 **0.000***
ROA	0.234 **0.000***
MB	0.0178 **0.013****
Cash/Deposit	0.0730 **0.009***
LEV	-0.00075 **0.995**
SZ	0.0699 **0.000***
R2	0.82
F-st CH.H	2.37 **0.1233**

*،**،*** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، 5% ، 10% على الترتيب.

المصدر: برنامج التحليل STATA

- يظهر من الجدول أعلاه أن العائد على الأصول كان له أثر ايجابي ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1% حيث بلغ قيمته المعامل التقديري (0.234) و يعزى ذلك إلى أن البنوك الرابحة تكون لديها القدرة على توفير السيولة لتوزيع الأرباح، إضافة إلى أن البنوك الرابحة قد تتراكم لديها السيولة، وهو ما يساهم في زيادة من مشكلة الوكالة، وهو ما يدفع بالبنك إلى استخدام التوزيع للحد من مشكلة الوكالة الناتجة عن السيولة وهو ما

يدعم نظرية التدفقات النقدية الحرة ل Jensen(1986). وهذه النتيجة توافقت مع دراسة كل من AL-Malkawi (2007) و Myers and Bacon(2004) و Al-Shubiri(2011) و Moradi, et al(2012).

- كما تبين أن القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كان لها أثر ايجابي ذات دلالة إحصائية عند المستوى 5% حيث بلغ قيمته المعامل التقديري (.0178) و يعزى ذلك إلى أن البنوك التي يكون عندها قدرة على النمو تحجز الأرباح حتى تمول نفسها يعني لا توزع أرباح، وبالتالي اختفاء القيمة عند الإفلاس، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل على الدين، ولجوء البنك إلى التمويل الداخلي، وهذا ما يقلل من توزيع الأرباح، وبسبب هذا تحتاج إلى توزيع الأرباح حتى تبقى إشارة ايجابية عن أداء البنك وإيراداتها المستقبلية. وتتعارض هذه النتيجة مع دراسة كل من(Aivazian *et al* 2002) و (Fama and French (2002.

- توصلت الدراسة إلى أنّ السيولة النقدية مقاساً ب Cash/Deposit لديها أثر إيجابي وكان ذات دلالة إحصائية عند مستوى1% حيث بلغ قيمة المعامل التقديري (0.0730) حيث البنوك التي تمتاز بسيولة عالية لديها القدرة الأكبر على دفع الأرباح، وتغطية كافة التزاماتها المالية، وعكس البنوك التي تعاني من سيولة منخفضة، حيث تكون غير قادرة لتوزيع أرباحها، وتعاني من عجز في سداد التزاماتها المالية. وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة كل من Moradi,*et al* (2012) و (Besley and Brigham, 2005).

- كما دلت النتائج أيضاً أن الرفعة المالية (نسبة المديونية) لديها أثر سلبي لم يكن لديه أي دلالة إحصائية عند أي مستوى حيث بلغ قيمة المعامل التقديري (-.00075) نظرية الوكالة (Agency Theory) تتفق مع هذه النتيجة وترى أن العلاقة عكسية بين مقدار

الرفع المالي وتوزيع الأرباح، وتستخدم كبدائل لبعضها لمعالجة مشكلة الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة وعليه فإن زيادة استخدام الرفع المالي سيقلل من الحاجة إلى توزيع الأرباح، وعليه تكون العلاقة سالبة. (Jensen, 1986). وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من (Fama and French, 2002) و (Utami & Inanga, 2011).

- و أخيراً بينت النتائج أن حجم البنك له أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية عند المستوى 1% حيث بلغ قيمة المعامل التقديري (0.0699) ويعزى ذلك إلى أنّ البنوك الكبيرة أقل عرضة إلى المخاطر من البنوك الصغيرة إضافة إلى أنها أكثر ربحية من البنوك الصغيرة، وهذا ما يعطيها الفرصة إلى توزيع الأرباح. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من (Mehta,(2012 و (Abebe and Tehulu, 2013) و تتناقض مع دراسة (Pinheiro *et al*, 2006).

(5-4-2) نتائج تحليل نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح:

استخدمت الدراسة نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) ونموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) لاستعراض نتائج تحليل الانحدار المشترك، واستخدمت أيضا اختبار (Hausman Test) واختبار ((Lagrange Multiplier Test(LM) وذلك من أجل اختيار النموذج الأفضل للدراسة.

وتبين النتائج الموضحة في جدول رقم (5-4) أن تقدير النموذج باستخدام (Panel Data Analysis) أفضل وأدق من (Pooled Data Analysis) وهذا يتفق مع دراسة (Abebe and Tehulu, 2013) و هذا ما تبين من اختبار ((Lagrange Multiplier Test(LM) وذلك اعتمادا على أن قيمة Chi2 ذات دلالة إحصائية مما يبين أن هناك أثر للعوامل الفردية

وعامل الزمن (Individual & Time Effects) وبالتالي يؤكد أن (Panel Data Analysis) أفضل و أدق للدراسة، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم.

وجدت الدراسة أن استخدام نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) أفضل من نموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) وذلك بالاعتماد على نتائج اختبار (Hausman Test). إن رفض فرضية العدم يجعل من معاملات التقدير عن طريق الأثر الثابت أكثر دقة، وهذا لا يعني أن الأثر العشوائي غير فعال (Gujarati, 2003).

ولقبول فرضية العدم يجب أن لا يكون لقيمة chi أي دلالة إحصائية.

جدول رقم (5-4) نتائج تقدير نموذج التعديل الجزئي(Partial Adjustment Model):

Variables	Pooled OLS	Fixed Effect Model	Random Effect Model
Constant	0.001 (0.959)	0.001 (0.933)	0.003 0.944
TRDV	0.886 (0.000)*	0.785 (0.000)*	0.834 (0.000)*
R-sq	0.56	0.55	0.64
F-statistic	189.29 (0.000)*	157.18 (0.000)*	197.98 (0.000)*
LM test	11.88 (0.001)*		
Husman test	Chi2 statistic = 44.5 (0.000)*		
Hetest	0.07 (0.7976)		

*،**،*** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، 5% ، 10% على الترتيب.

يبين الجدول رقم (4.5) نتائج تقدير نموذج التعديل الجزئي المستخدم لاستقصاء ما إذا كانت البنوك الأردنية ذات مستوى أمثل لتوزيعات الأرباح، وما هي سرعة التعديل لأي انحرافات عن ذلك المستوى، وذلك اعتماداً على نتائج تقدير نموذج الدراسة باستخدام أسلوب الأثر الثابت Fixed Effect Model الذي وجد الأفضل لمعالجة بيانات الدراسة، وكما هو الأمر فإن معامل متغير الانحرافات عن المستوى الأمثل (TRDV) (0.886) وجد ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1% وهو ما يفسر أن البنوك الأردنية لديها مستوى أمثل، وتحاول الحفاظ عليه لتعديل توزيعها في السوق. كما يدل ارتفاع قيمة معامل التقدير والبالغ (0.886) سرعة تعديل البنوك الأردنية لأي انحرافات عن المستوى الأمثل، وقد يعزى ذلك إلى توفر السيولة لدى البنوك الأردنية وما يؤكد ذلك أن متوسط حجم السيولة بلغ (0.647) كما يبين جدول الوصف الإحصائي صفحة رقم (50).

و تجدر الإشارة إلى أنّ ارتفاع سرعة التعديل يعود إلى أن منافع تعديل الانحراف عن المستوى الأمثل أكبر من التكاليف وهو ما يدفع بالبنوك إلى سرعة التعديل لتعظيم القيمة في البنوك.

جاء في دراسة (Zurigat and Gharaibeh, 2011) أن نسبة توزيع الأرباح في الشركات الصغيرة كانت أعلى من الشركات الكبيرة، حيث كانت الشركات الصغيرة تعاني بدرجة عالية من مشكلة عدم تماثل المعلومات(Asymmetric Information)، وارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجي، ومشاكل الوكالة (Agency Cost). ولمعرفة أثر حجم البنك على سياسة توزيع الأرباح تم استخدام نموذج متغير التفاعل الوهمي (Interaction Dummy Model)، و قد استخدم متغير وهمي (Dummy Variable) لقياس حجم البنك

الذي تم على أساس إعطاء واحد للبنك إذا كانت اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول البنــك أكبر من الوسط الحسابي، وصفراً إذا كان اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول البنك أقل من الوسط الحسابي، وتم احتساب متغير التفاعل الوهمي كحاصل ضرب المتغير الوهمي للحجم بمؤشر الانحراف عن المستوى الأمثل.

SZD*TRDV

الجدول رقم (5-5): نتائج تقدير نموذج رقم(2) لقياس أثر حجم البنك على سرعة التعديل:

المتغيرات (Variables)	نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model)	نموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model)
constant	-.0010 -0.14 **0.888**	-.0047 -.97 **.334**
TRDV	0.682 12.17 **0.000***	0.543 10.81 **0.000***
SZD	.00397 0.30 **0.767**	.012 1.69 **0.092*****
INTDUM	-0.132 -2.14 **0.035****	-.217 -1.84 **0.066*****
R-sq	.65	.66
F-statistic	83.39 **0.000***	212.52 0.000*

LM test	Chi2 statistic =4.30 Prob>Chi2 = 0.0381**
Hausman test	Chi2 statistic = 61.03 Prob>Chi2 = 0.000*

*،**،*** تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، 5% ، 10% على الترتيب.
المصدر: برنامج التحليل STATA

تبين النتائج الموضحة في الجدول (5-5) أن معامل الانحرافات عن المستوى الأمثل ومعامل متغير التفاعل الوهمي(SZD*TRDV) ذا دلالة إحصائية عند المستوى 1%و 5% على الترتيب. في حين لم يكن معامل المتغير الوهمي لحجم البنك (SZD) أي دلالة إحصائية. وهذا يدل أن اختلاف نسبة توزيع الأرباح في البنوك الكبيرة والصغيرة راجع إلى ميل المعاملات(difference the slope) فقط. وهذا الاختلاف يعتبر ذا دلالة إحصائية حسب ما أشار إلية اختبار F الذي يبين أنه ذا دلالة إحصائية عند المستوى 1%. وتدل هذه النتيجة أن نسبة توزيع الأرباح في البنوك الكبيرة هي أقل من البنوك الصغيرة. كما تدل قيمة وإشارة معامل المتغير التفاعل الوهمي السالب و البالغة (0.132-) . ومما يدل على أن نسبة توزيع الأرباح في البنوك الكبيرة أصغر بمقدار (0.132) من نسبة توزيع الأرباح في البنوك الصغيرة. فإن نسبة توزيع الأرباح في البنوك الكبيرة تبلغ (0.550) محسوباً على النحو التالي (0.682+-.132)في حين بلغت للبنوك الصغيرة (0.682)، ويمكن تفسير ذلك بأن البنوك الصغيرة تستخدم التوزيعات لإرسال إشارة موجبة عن أدائها في السوق، في حين البنوك الكبيرة تكون سمعتها في السوق ممتازة.

الفصل السادس

1.6 المقدمة

2.6 ملخص النتائج

2.3 التوصيات

1.6 المقدمة

جاءت هذه الدراسة لاختبار نموذج التعديل الجزئي لسياسة توزيع الأرباح في البنوك الأردنية المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين (2006-2013) وعليه يعرض هذا الفصل من الدراسة أهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها نتائج التحليل باستخدام طرق قياسية تتلاءم وطبيعة البيانات.

2.6 ملخص النتائج

أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة على النحو التالي:

1- تبين نتائج التحليل الوصفي لبيانات الدراسة أن البنوك التجارية الأردنية تحتفظ بمتوسط 10.4% من أرباحها لأغراض استثمارية وتمويلية.

2- تتأثر الأرباح المقترح توزيعها التي تحتفظ بها البنوك التجارية الأردنية بكل من الربحية ونسبة المديونية، والسيولة النقدية ونسبة التداول، وحجم الشركة، وفرصة النمو.

3- وجود علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والأرباح المقترح توزيعها. حيث يزيد البنك من الأرباح الموزعة في حال ارتفاع العائد على الأصول والسبب في ذلك أن البنوك المربحة يكون لديها أرباح كافية لتوزيعها.

4- إن فرصة النمو(القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) ترتبط بعلاقة موجبة وذات دلالة إحصائية مع الأرباح المقترح توزيعها. البنوك ذات النمو المرتفع تلجأ إلى التمويل الخارجي وهذا يزيد من الأرباح الموزعة.

5- وجود علاقة سالبة وليس لها أي دلالة إحصائية بين نسبة المديونية و الأرباح المقترح توزيعها. وذلك لأن الدين ممكن أن يحل محل الأرباح المحتجزة، كذلك البنوك قليلة الديون

لا تخضع إلى رقابة خارجية وبالتالي تتصرف الإدارة بحرية مطلقة مما يؤدي إلى ارتفـاع نسبة الأرباح الموزعة.

6- يؤثر الحجم إيجابياً على الأرباح المقترح توزيعها وبعلاقة دالة إحصائيا، بحيث تختلف نسبة الأرباح الموزعة باختلاف حجم البنك، حيث البنوك الكبيرة أقل عرضه للمخـاطر من البنوك الصغيرة، إضافة إلى أنها أكثر ربحية من البنوك الصغيرة، وهذا ما يعطيها فرصة أكبر لتوزيع الأرباح.

7- هناك علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والأرباح المقترح توزيعهـا، البنوك التي لديها نسبة تداول منخفضة توزع أرباح بنسبة عالية، لكن البنوك ذات نسبة تداول مرتفعة تقل نسبة توزيعها للأرباح.

8- إن السيولة النقدية ترتبط بعلاقة موجبة ليس لها أي دلالة إحصائية مع الأرباح المقترح توزيعها.

9- بينت نتائج تقدير نموذج التعديل الجزئي أن البنوك الأردنية لديها مستوى أمثل وتحاول الحفاظ علية لتعديل توزيعها في السوق، وأن البنوك الأردنية أسرع تعديل لأي انحراف عن المستوى الأمثل. ويعزى ذلك إلى توفر سيولة لدى البنوك الأردنية.

10 -خلصت نتائج قياس أثر حجم البنك على سرعة التعديل باستخدام نمـوذج متغيـر التفاعل الوهمي أن نسبة توزيع الأرباح للبنوك الكبيرة أصغر بمقدار 0.132 مـن نسـبة توزيع الأرباح في البنوك الصغيرة، ويعزى ذلك إلى أن البنوك الكبيرة لا تواجه أي معوقات مالية وسهولة وصولها إلى مصادر التمويل الخارجي، في حين تعاني البنوك الصغيرة مـن مشاكل الوكالة، ومشاكل المعلومات غير المتماثلة، وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي.

3.6 التوصيات

تقترح الدراسة مجموعة من التوصيات تتلخص بما يلي:

1- ضرورة العمل نحو التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك من خلال ارتفاع مستوى الإفصاح في هذه الشركات من أجل الحصول على مستوى شفافية مرتفع، مما يؤدي إلى ارتفاع ثقة المستثمرين بالشركة وبالتالي التقليل من مشكلة الوكالة.

2- رغم قلة الدراسات في موضوع سياسة توزيع الأرباح في الدول النامية، فقد تكون هذه الدراسة دليلاً عملياً على وضع البنوك في الأردن، وينبغي عمل دراسات مستقبلية مكملة لهذه الدراسة.

3- بينت الدراسة أن العلاقة بين الربحية وتوزيع الأرباح إيجابية، لذلك فعلى الشركات أن تسعى إلى تحسين إنتاجيتها بوضع القوانين واستخدام المواصفات والمقاييس المتفق عليها والتي تؤدي إلى تحسين إنتاجها، وبالتالي زيادة ربحية الشركة وزيادة الأرباح الموزعة.

4- وجدت الدراسة أيضا ضرورة إجراء المزيد من الدراسات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، تشمل قطاعات اقتصادية أخرى، والتي بدأت عام 1998 وتأخذ مكانة مميزة في القطاعات الاقتصادية في بورصة عمان، وأيضا في التأمين والخدمات.

المراجع:

- Abebe, N. & Tehulu, T. (2013). Dividend Policy and Bank Performance: The Case of Ethiopian Private Commercial Banks. International Journal of Research in Commerce, IT & Management, ISSUE, 6, PP.113.

- Aivazian, V., Booth, L., Cleary.S. (2002). "Why Some Firms Smooth Their Dividends and Why Others Don't?" JEL Classification Codes: G35, G32,. Available on htty://www.wlu.ca/documents/1257/fss_sean_cleary.pdf.

- AL-Gharaibeh, M., Zurigat,Z. & AL- Harahsheh,A. (2013). The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. Interdisciplinary Journal of contemporary Research in Business. 4(9). PP.769-791.

- AL-Malkawi, H. (2007). "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model". Journal of Economic & Administrative Sciences. Vol. 23, No(2), PP. 22-70.

- AL-Shubiri, F. (2011). "Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange", Far East Journal of Psychology and Business, Vol. 2, No(4). PP.1-13.

- Besley, Scott & Brigham, Eugene, F. (2005). Essential of Managerial Finance, 13th edition. Thomson South-Western.

- Borges, M. (2008). "Is the Dividend Puzzle Solved?" School of Economics and Management, University of Lisbon.

- Breuer, W., Rieger, M., & Soypak, K. (2012). "The Behavioral Foundations of Corporate Dividend Policy A Cross-Country Empirical Analysis", University of Trier. PP.1-30.

- Brigham, E. F. & Earhardt, M. C. (2012). Financial Management Theory & Practice. 13 edition. USA.

- Eriotis, N., Vasilion, D., Zisis, V.(2007). "A Bird's Eye View of the Banking Industry in Greece". International Research Journal of Finance and Economics, Issue 11. PP.1-9.

- Fama, E. & French, K . (2002). The Equity Premiums. *The Journal of Finance*. 57(2), 637- 659.
- Foroghi, D., Karimi, F. & Momeni, Z. (2011). The Investigation Relationship of Dividend Behavior and like hood of Paying Dividend with Financial Variables in Tehran Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. 3(8), 390 – 397.
- Gordon, M (1956), "Dividends, Earnings and Stock Prices", Review of Economics and Statistics, 41, PP.99-105.
- Gujarati, D. N., (2003). Basic Econometrics. Fourth Edition, Irwin/McGraw-Hill: New York.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. The Journal of Finance. 46, 279-355.
- Ho,H. (2003). "Dividend Policies in Australia and Japan". IAER: May 200, VOL.9, NO. 2, pp. 92-100.
- Hussainey, K. Mgbame,C & Mgbame,A. (2010). "Dividend Policy and Share Price Volatility: UK Evidence". Journal of Risk Finance, PP. 1-10
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency, and Ownership Structure**.** *Journal of Financial Economics,* 3(4),305-360.
- Joseph, K. & Richardson, V. (2002). Free Cash Flow, Agency Cost , & The Afford Ability Method of Advertising Budgeting Journal of Marketing . 88, 94-107.
- Kim, S. & Seo, B. (2010). "Asymmetric Dividend Smoothing in The Aggregate Stock Market." Quantitative Finance, Vol. 10 Issue 4. 349-355.

- La Porta, R. Lopez-de-silanes,F. Shleifer, A. & Vishny ,R. (2000) "Corporate Ownershipe Around The World", Journal Of Finance , 54, 471-518.

- Leary, M. & Michaely,R. (2011). "Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence". The Review of Financial Studies. Vol. 24. No.10, PP1-47.

- Lintner, J. (1956). Distribution of Income of Corporation Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *Americana Economic Review*, 97- 113.

- Mehta, A. (2012). "An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy – Evidence from the UAE Companies", Global Review of Accounting and Finance, Vol. 3. No. 1. , 2012, PP.18

- Miller, M. & Modigiliani ,F. (1961). "Dividend Plicy, Growth and The Valuation Share". *Journal Of Business*, 34(4), 411- 433.

- Modigiliani, F. & Miller, M. (1963). "Corporate Income Taxes & The Cost of Capital: A Correction". American Economic Review. 53, 433-443.

- Moradi, J. Valipour, H. and Mousavi, S. (2012). "Determinant Factors of Dividend Policy in Firms Listed in Tehran Stock Exchange (TSE)", American Journal of Scientific Research, Issue 45, PP. 22-32.

- Myers, M. & Bacon, F. (2004). "The Determinants of Corporate Dividend Policy". Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol. 8, No 3, pp: 17-28

- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing & Investment Decisions when firms have information that Investors do not have. Journal of Financial Economics. Vol 13, pp 187-221.

- Okpara, G. (2010). "Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets: Empirical Evidence From Nigeria". International Journal of Economics and Finance Vol. 2, No.4, PP.212-220.

- Pinheiro, M. , de Paula, A,. Igan, D. (2006). " Liquidity and Dividend Policy", available online http://mpra.ub.uni-muenchen.de/29409/ , No.29409, PP.1-22.

- Ross, S. (1977). The Determination Of Financial Structure. The Incentive Signaling Aproach. Belll Journal of Econamics. 8(1), PP.1-19.
- Stulz, R. (1990). "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. Journal of Financial Economics",26,3-27.
- Sudhahar, M & Saroja, T . (2010). "Determinants of Dividend Policy in Indian Banks. An Empirical Analysis." Journal of Bank Management Vol.9 Issue 3, PP. 63-75.
- Utami, S. & Inanga, E. (2011). Agency Costs, Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia". European *Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. Issue 33, PP. 8-18.
- Yartey, C. A. (2006). The Stock Market & The Financing of Cororate Growth in Africa. The case of Ghana. Working paper, International Monetary Fund. Available on htt:// geoglebooks.com.
- Zurigat, Z. & Gharaibeh, M. (2011). Do Jordanian Firms Smooth Their Dividends? Empirical Test of Symmetric and Asymmetric Partial Adjustment Models. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 81, 160- 172.

Web sites

http://www.ase.com.jo

http://www.jsc.gov.jo

http://www.oecd.org

http://www.sdc.com.jo

الملاحق

الملحق رقم (1):

البنوك الأردنية التي شملتها عينة الدراسة

#	اسم البنك
1	البنك الإسلامي الأردني
2	البنك الأردني الكويتي
3	البنك التجاري الأردني
4	بنك الإسكان للتجارة و التمويل
5	بنك الاستثمار العربي الأردني
6	بنك الاتحاد
7	بنك مؤسسة العربية المصرفية/الأردنية
8	البنك الاستثماري
9	بنك المال الأردني
10	بنك سوسيتة جنرال- الأردن
11	بنك القاهرة عمان
12	بنك الأردن
13	البنك الأهلي الأردني
14	البنك العربي الاسلامي

Abstract

AL-suqiear, Heba Qaseem, Testing The Partial Adjustment Model of Dividend Policy in Jordanian Banks for the Period 2006-2013: Master Thesis in Yarmouk University, 2015.

Supervision: Dr.Zeyad Zurigat

Dr. Mohammad Gharaibeh

This study aims at testing the partial adjustment model of dividend policy of the commercial Jordanian banks listed in Amman Stock Exchange for the period from (2006-2013). The study considers profitability, leverage cash flow, bank size, growth opportunity as determinants of the optimal dividend policy. The study uses the partial adjustment model to investigate whether Jordanian commercial banks that target dividend policy fast they move toward that target. To accomplish this objective, panel data for 14 commercial banks were used and analyzed using a fixed effects, and random effect regression models. The study found that Jordanian banks reserves on average 10.4% of its earnings for financial and investment purposes. The result of conventional dividend equation shows that both quick ratio and leverage are a negative correlated with dividend payment, whereas profitability, growth opportunity, and bank size are a positive influence the dividend payments. The estimation result shows that large banks adjust their dividend policy slower than small banks. This is

confirmed by the statistical significant negative coefficient of interaction dummy term, its found to be (-0.132) . The value of the negative dummy variation coefficients indicate that large size banks distributes lower percentile of earnings as composed with small size banks. The results of partial adjustment model shows that Jordanian banks have a target dividend policy. try to sustain an optimal level of dividend payment that maximize the bank market value. The large value of estimated coefficient of target deviation suggest that Jordanian banks adjust their dividend must quickly this is manly attributed to liquidity effect of commercial Jordanian banks.

Keywords: Dividend Policy, Partial Adjustment Model, Jordanian Commercial Banks, Amman Stock Exchange.